

論文

キャッシュフロー分析

紺 野 剛

Cash Flow Analysis

KONNO Tsuyoshi

目 次

- I はじめに
- II キャッシュフロー分析の本質
 - 1 キャッシュフロー分析の意義
 - 2 キャッシュフロー分析の視点
- III キャッシュフローの分析手法
 - 1 キャッシュフローの効率分析
 - 2 キャッシュフローの安全性分析
 - 3 キャッシュフローの成長性分析
 - 4 キャッシュフローのその他分析
- IV キャッシュフロー分析の事例
 - 1 効率分析例
 - 2 安全性分析例
 - 3 成長性分析例
 - 4 その他分析例
- V 結びに代えて

I はじめに

2000年3月期からキャッシュフロー計算書の開示がわが国においても、公開企業を対象として強制されることになった。キャッシュフロー計算書の歴史は浅く、分析手法もまだ定着していない。従来の分析手法・指標をキャッシュフローの視点から総合的に検討し直して再構築してみたい。キャッシュフローをベースとして、どのように分析できるのかを論述する。

主として外部分析の立場から、キャッシュフロー計算書を利用した分析手法を検討しよう。日本の主要企業のうち、SEC（米国）基準を採用している上場企業では、すでにキャッシュフロー計算書を公表しているから分析例題として用いる。したがって、連結キャッシュフロー計算書で、間接表示法を採用している事例の分析である。

経営活動結果をキャッシュフローの側面から検討するアプローチであり、同時に戦略的視点からも分析できることに注目したい。キャッシュフローを時系列に分析することによつて、経営方針の転換や活動内容の変化を読み取れる。キャッシュフロー計算書は選択された経営戦略をかなり反映して作成されているから、キャッシュフローによって経営戦略を評価できるかもしれない。どのような経営戦略を選択し、その遂行結果の妥当性を検討できるかもしれない。さらに将来どのような経営戦略を策定、展開していくのかに役立てられるかもしれない。これらができれば、企業本来の価値を高めているかどうかを全般的に考察できる可能性がある。

II キャッシュフロー分析の本質

1 キャッシュフロー分析の意義

企業活動結果は、キャッシュフローに直接的に反映されている部分が多いから、キャッシュフローから直接的に企業活動全体像が分析可能となる。しかし、すべての活動結果が完全にキャッシュフローに反映されていると

は限らないことに留意しなければならない。損益（利益）面からのアプローチも同様に重要であることには変わりない。そこで、特に利益との関連性分析も必要不可欠となる。すなわち利益の中身（質）をキャッシュフローの側面から検証するのである。キャッシュフローは、過去、現在および将来の利益を裏付けるための一連の流れとしての意義も重要となる。

キャッシュフローは利益と比べて次のような根本的な長所を有している¹⁾。

- ①会計方針選択の影響を除去できる。
- ②各国の会計処理基準の違いによる影響を除去できる。

2 キャッシュフロー分析の視点

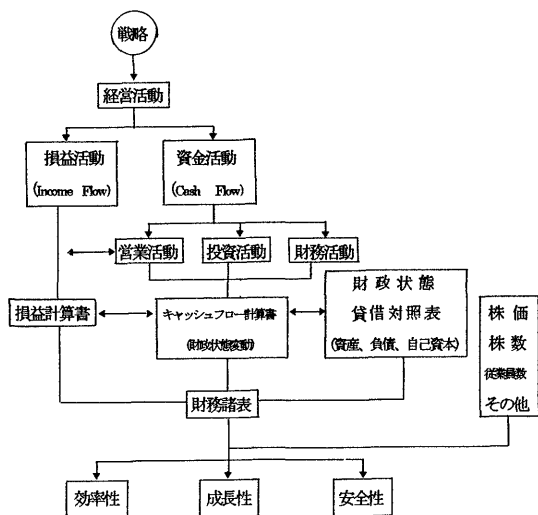
本稿では各種利害関係者の立場から、キャッシュフロー分析手法を全般的に考察しよう。特に外部利害関係者による外部分析を中心として論述する。

従来のがわの国の経営分析では、損益計算書（収益性）を非常に重視して展開してきた。現在では、貸借対照表（流動性、資本効率）が重視されつつあり、そして将来的には、キャッシュフローをより重視して展開されていこう。もちろん、三者の関連性も非常に重要となる。

キャッシュフロー計算書単独ではなく、損益計算書や貸借対照表と合わせて分析することによって、一層企業活動の動きや状況がより総合的に評価できる。収益性、効率性の視点から損益計算書との関連性を分析する。すなわち損益計算書との関連から、キャッシュフロー創造能力を評価し、損益計算面からキャッシュフローを改善する方法を探索するのである。

安全性、支払能力の視点から貸借対照表との関連性を分析する。貸借対照表は資金の運用状況（資産）と調達状況（負債および資本）を表わしているから、貸借対照表はキャッシュに影響を与え、財務内容、支払能力の判定に関連している。このように、関連項目を対応させたり、比較して分析することが重要となる。

図表1 損益計算書、キャッシュフロー計算書、貸借対照表、効率性、安全性、成長性等の関連性



キャッシュフロー活動をどのような視点から分析・評価するのかに関しては、次の三点から体系化しよう。

①効率性の視点

キャッシュを創造する経営活動を効率的に実施しているのかを、キャッシュフローの側面から活動結果の効率を分析する。すなわち、経営・投資の意思決定・業績評価基準として用いる。企業全般の業績評価基準でもあり、しかも研究開発、設備投資、新規事業投資、企業買収等の判断基準ともなり得るのである²⁾。

経営活動結果としてのキャッシュフローのリターンはどうなっているかを検討し、特に利益とキャッシュフローの相違は何に起因しているかも注目する。しかも、将来のキャッシュフローを創造する能力があるかどうかを総合的に判断しようと試みるのである。

②安全性の視点

キャッシュフローによって企業が安定した債務の返済能力を有しているのかどうかという安全性、支払能力を分析する。企業が外部資金に依存し

ないで、生存・生き残りができるかどうかの判断基準として用いる。財務の安定性は、投資や財務活動に必要なキャッシュを自己資金で調達できるほど高くなる。負債を確実に返済できる能力があるかどうか、そして配当金を安定的に支払う能力があるかどうかを考察するのである。このように、短期的な支払能力と長期的な財務流動性（財務構造）を検討する。

③成長性の視点

過去そして現在どれくらい成長しているのか、将来の成長可能性はどの程度あるか、資本支出等の妥当性、そして投資遂行能力の検討指標として利用し、同時に、投資、財務活動が財政状態にどのような影響を与えているかも検討する。

Ⅲ キャッシュフローの分析手法

キャッシュフロー計算書を中心としての分析手法を全般的に考察しよう。

1 キャッシュフローの効率分析

(1) 構成比率分析

最初に、キャッシュフロー計算書の構成比率（割合）を見ることによって、キャッシュフローがどのように創造され、使われているかを全体的に知ることができる。キャッシュフロー計算書からの情報を必要に応じて組替え、加減計算し、過去の推移を検討し（趨勢分析）、数年間合計、平均そして構成割合を求める。将来の傾向を予測する判断材料として、過去の傾向を利用するのである。

構成割合の算定方法に関しては、各種のキャッシュフロー構成比率が算定できるが、その場合に何を基準とするかが問題となる。一般的に次の3つが考えられる。

①キャッシュフローの全活動からの合計収入を100%とする。具体的には次のように算定する。

営業（オペレーティング）（活動）キャッシュフロー収入＋投資（活動）

キャッシュフロー収入＋財務（活動）キャッシュフロー収入＝ Total Cash Inflows

②営業キャッシュフローの収入（営業収入）を100%とする。例えば売上高収入を100%とする。

③（正味）営業キャッシュフローを100%とする。

一般的に営業活動を中心として経営活動が行われているから、直接表示法では②を、間接表示法では③を採用することになる。

(2) 効率分析

効率分析とは、経営活動にインプットした投入額とその活動成果であるアウトプットとの割合を検討する³⁾。投入した経営資源として総資本（総資産）を、その経営成果としてキャッシュフローを適用すると、次のような総資本キャッシュフロー効率（比率）（Cash Flow Return on Debt and Equity, Assets Ratio）が算定される。

$$\text{総資本キャッシュフロー効率} = \frac{\text{キャッシュフロー}}{\text{総 資 本}}$$

投入された総資本が、どれだけキャッシュフローを創造しているのかを判定する。

キャッシュフロー概念として営業キャッシュフローを用いれば、効率式はキャッシュフロー版ROIである、総資本営業キャッシュフロー効率となる。

$$\text{総資本営業キャッシュフロー効率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{総 資 本}}$$

この効率によって、営業キャッシュフローが安定的に確保されているのかを評価する。

キャッシュフロー概念として利払（税引）前営業キャッシュフローを用いれば、効率式は総資本利払税引前営業キャッシュフロー効率となる。利払税引前営業キャッシュフローは、営業キャッシュフローに利息支払額と税金支払額を戻し入れるために加算して求められる。すなわち、利払税引

前営業キャッシュフローは営業キャッシュフローに利息支払額と税金支払額を加算したものである。

利払税引前営業キャッシュフロー

=営業キャッシュフロー+利息支払額+税金支払額

$$\text{総資本利払税引前} = \frac{\text{利払税引前営業キャッシュフロー}}{\text{営業キャッシュフロー効率} \times \text{総資本}}$$

キャッシュフロー概念としてフリーキャッシュフローを用いれば、効率式は総資本フリーキャッシュフロー効率となる。

$$\text{総資本フリーキャッシュフロー効率} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{総資本}}$$

外部分析でフリーキャッシュフローを算定する方法として、例えば減価償却費を維持すべき設備投資額とみなせば⁴⁾、フリーキャッシュフローは次のように算定される。

営業キャッシュフローー減価償却費＝減価償却費控除後営業キャッシュフロー、減価償却費加算前営業キャッシュフロー（間接表示法の場合）

このフリーキャッシュフロー概念は、極めて単純であり、当期純利益にかなり近い値となる（図表3参照）。

$$\text{総資本減価償却費控除後} = \frac{\text{減価償却費控除後営業キャッシュフロー}}{\text{営業キャッシュフロー効率} \times \text{総資本}}$$

キャッシュフロー概念として営業・投資キャッシュフローを用いれば、効率式は次のような総資本営業・投資キャッシュフロー効率となる。

$$\text{総資本営業・投資キャッシュフロー効率} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{総資本}}$$

総資本キャッシュフロー効率の算式に分子分母に売上高を乗じて2つの要因に分解しよう。売上高キャッシュフロー比率と総資本回転率（総資産回転率）となる。

$$\frac{\text{キャッシュフロー}}{\text{総資本}} = \frac{\text{キャッシュフロー}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

売上高キャッシュフロー比率 (Cash Flow Return on Sales Ratio) は、売上高に対するキャッシュフローの割合を意味している。

キャッシュフロー概念として営業キャッシュフローを用いれば、売上高営業キャッシュフロー比率となり、営業キャッシュフロー・マージン (Cash Flow Margin) とも呼ばれる。

$$\text{売上高営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{売上高}}$$

売上高に対して営業活動からどれくらいのキャッシュフローを生み出しているのかを把握し、キャッシュフローの側面から見た事業効率の善し悪しを評価する。売上高に対応したキャッシュフロー創造の妥当性が検討される。時系列に比較して、あまり変動がない場合には、ビジネスが安定している状態であると考えられる。大きく変動している場合には、その原因追求が必要となる。

売上高をよりキャッシュフロー概念に近づけるために、売上高に代わって、営業収入 (売上高収入) を用いることもある。

$$\text{営業収入営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{営業収入}}$$

営業 (総) 収入のうちどれだけが営業キャッシュフローとして残っているのかを示している。営業収入は簡便法として、次のように算定することも可能である。

$$\text{営業収入} = \text{売上高} \pm \text{売上債権増減額}$$

キャッシュフロー概念としてフリーキャッシュフローを用いれば、売上高フリーキャッシュフロー比率となる。

$$\text{売上高フリーキャッシュフロー比率} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{売上高}}$$

フリーキャッシュフローがマイナスの場合には、売上高に対して流出したキャッシュフローの割合となる。売上高に対してどれくらいを資金調達に頼らなければならないかを見る。

$$\text{売上高減価償却費控除後} \quad \text{減価償却費控除後営業キャッシュフロー} \\ \text{営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{売上高}}{\text{売上高}}$$

フリーキャッシュフローの代わりに営業・投資キャッシュフローを用いれば、売上高営業・投資キャッシュフロー比率となる。

$$\text{売上高営業・投資キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{売上高}}$$

この値がプラスであれば良いが、マイナスだと手許キャッシュを取り崩したり、資金を調達しなければならぬ。売上高に対してどれくらいを資金調達に依存しているのかがわかり、これにより企業の安全性に対する影響度を評価できる。

売上高に対して、どれくらいのキャッシュフローを見込めるかを検討するのが、売上高キャッシュ回収率（Quality of Sales Ratio）である。

$$\text{売上高キャッシュ回収率} = \frac{\text{売上高収入}}{\text{売上高}}$$

$$\text{総資本回転率} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

総資本回転率は投下総資本の売上高効率を測る尺度で、この比率が高ければ少ない総資本でより多くの売上高を獲得したことを意味している。売上高営業利益率と比較しながら、貸借対照表項目増減の影響を検討できる。

$$\text{総資本キャッシュフロー回転率} = \frac{\text{売上高収入}}{\text{総資本}}$$

$$\text{営業キャッシュフロー当期純利益構成比率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローに占める当期純利益の割合を示すもので、純利益の貢献寄与度を意味している。この比率が高いほど収益力の貢献割合が高く、キャッシュの創造能力が高いと判断される。

$$\text{当期純利益営業キャッシュフロー比率} \quad \text{営業キャッシュフロー} \\ \text{(Cash Flow to Net Income Ratio)} = \frac{\text{当期純利益}}$$

当期純利益に対する営業キャッシュフローの比率であり、この比率が高ければ高いほど、その利益の質（資金化の程度）が高いと考えられる⁵⁾。当期純利益のうち、発生主義に係わる部分とキャッシュフロー部分との相対的な割合を明らかにできる。

$$\text{営業利益営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{営業利益}}$$

この比率は営業利益の質を表す指標として利用される。

$$\text{償却前当期純利益率} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期純利益} + \text{減価償却費}}$$

純利益構成比率、純利益倍率とも呼ばれている。当期純利益と減価償却費との合計額のうち当期純利益が占める割合を示すものであり、この比率が高いほど、収益性があり、利益貢献割合が相対的に高いことを意味している。営業キャッシュフローのうち、当期純利益が主な構成要因となっている場合には、企業の成長性が高いと考えられる。

純利益構成比率が50%を超えると、キャッシュフローは利益の変動によって影響を受けやすい構造になっていることを意味している。逆に、50%未満だと、利益の変動よりはむしろ減価償却費の影響のほうが、より大きい資金構造になっていることを表わしている。

$$\text{営業キャッシュフロー減価償却費構成比率} = \frac{\text{減価償却費}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローのうち減価償却費の占める割合、影響度を示すもので、この比率が高い場合には、より安定した営業キャッシュフローを創造しているが、収益性・成長性は低いことになる。

総資本の代わりに自己資本（純資産、株主資本）に対するキャッシュフローの効率（Cash Flow Return on Stockholders' Equity Ratio）を算定すると次のようになる。

$$\text{自己資本営業キャッシュフロー効率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{自己資本}}$$

$$\text{自己資本フリーキャッシュフロー効率} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{自己資本}}$$

この効率はキャッシュフロー版ROEとも呼ばれている。

$$\text{自己資本減価償却費控除後} \frac{\text{減価償却費控除後営業キャッシュフロー}}{\text{営業キャッシュフロー効率}} = \text{自 己 資 本}$$

$$\text{自己資本営業・投資キャッシュフロー効率} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{自 己 資 本}}$$

2 キャッシュフローの安全性分析

キャッシュフロー計算書を用いて、動態的な視点から支払能力の安全性分析が可能となる。支払能力の分析視点は、返済財源が十分に確保されているかを検討することにある。特に債務返済能力があるかどうかをキャッシュフロー面から問題とする。

$$\text{流動負債営業キャッシュフローカバレッジ比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{流 動 負 債}} \\ (\text{Current Debt, Liabilities Coverage Ratio})$$

営業キャッシュフロー対流動負債比率 (Current Cash Debt Coverage Ratio)、キャッシュフロー比率とも呼ばれる。流動負債は期末残高を用いるが、期中平均残高によって算定することもできる。営業キャッシュフローが流動負債の何割あるかを示す指標であり、キャッシュフロー版当座比率といえる。営業活動で得たキャッシュフローで流動負債をどれだけまかなえるかを見る。この比率により営業キャッシュフローからの短期債務の返済能力を評価する。すなわちこの比率が高いほど、財務安定性、支払能力がより高いと見る。営業キャッシュフローから配当金支払額を控除した残額から、返済すべきとみなして算定することもできる⁶⁾。

$$\text{営業キャッシュフロー流動負債比率} = \frac{\text{流動負債}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローが流動負債の何倍（割）であるかを示し、流動負債の返済能力を知ることができる。

$$\text{流動負債営業・投資キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{流 動 負 債}}$$

$$\text{流動負債返済能力} = \frac{\text{営業キャッシュフロー} + \text{流動資産}}{\text{流 動 負 債}}$$

流動負債の返済は、営業キャッシュフローと流動資産から行うのが原則であるから、これによって流動負債返済能力を見るのである。

$$\text{長期有利子負債営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{長期有利子負債}}$$

営業キャッシュフロー対長期有利子負債比率(Cash Long-Term Debt Coverage Ratio)とも呼ばれる。長期有利子負債⁷⁾を営業活動で得たキャッシュフローでどれだけまかなえるかを見る。この比率により長期有利子負債の返済能力を判定するのである。この比率が100%以上あれば、全額返済できる能力があると評価する。

$$\text{営業キャッシュフロー長期有利子負債比率} = \frac{\text{長期有利子負債}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

長期有利子負債営業キャッシュフロー比率の逆数であり、長期有利子負債返済年数が算定できる。長期有利子負債を営業活動で得たキャッシュフローで何年間で返済できるのかを示し、長期有利子負債の返済能力を評価する。

$$\text{長期債務営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{長 期 債 務}^{8)}}$$

$$\text{固定負債営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{固 定 負 債}}$$

$$\text{負債営業キャッシュフローカバレッジ比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{負 債}}$$

(Debt Coverage Ratio, The CFO to Liabilities Ratio)

$$\text{営業キャッシュフロー負債比率} = \frac{\text{負 債}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

$$\text{短期借入金カバレッジ比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー} - \text{配当金支払額}}{\text{短期借入金}}$$

$$\text{財務キャッシュフロー} - \text{営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{財務キャッシュフロー}}$$

この比率が100%より高いときは、営業活動から産出されたキャッシュフローが、財務面に使われたり、投資活動に投じられたり、あるいはキャッシュとして保有していることを意味している。

$$\text{利息カバレッジ比率（倍率）} = \frac{\text{利払税引前営業キャッシュフロー}}{\text{利息支払額}} \\ (\text{Cash Current Debt Coverage Ratio})$$

利払税引前営業キャッシュフローは、前述したように営業キャッシュフローに利息と税金の支払額を加算したものである。利払税引前営業キャッシュフロー対利息比率、キャッシュフロー版インタレスト・カバレッジ・レシオ（Cash Interest Coverage Ratio）とも呼ばれる。利息の支払額が金利と税金の負担前営業キャッシュフローの何倍にあたるかを示し、この比率により利息の支払能力と支払の安定性を判定し、キャッシュフローで金利の支払いが充分できるかどうかを検討する。この比率が高いほど、利息支払の余裕があるといえる。このように、利息支払いの余裕度、負担割合を見る。

$$\text{利息比率} = \frac{\text{利払税引前営業キャッシュフロー}}{\text{利息支払額}}$$

キャッシュフロー版インタレスト・カバレッジ・レシオの逆数であり、金利の支払能力を表している。

$$\text{営業キャッシュフロー配当比率（性向）} = \frac{\text{配当金支払額}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

支払配当金対営業キャッシュフロー比率、キャッシュフロー版配当性向（Dividend Pay-out Ratio）とも呼ばれ、配当による株主への還元力、配当支払能力を見る。無理して配当しているか、配当が低すぎないかどうかを判断し、配当金支払の財務安全性を検討する。営業キャッシュフロー

のうち、どれくらいの割合が配当の支払いにあてられたかを見る。自前の資金でどれだけの配当を行っているのかを示し、キャッシュ面から見て配当の妥当性、確実性を検討する。手元に十分な配当原資があるかを検討するのである。

$$\text{営業キャッシュフロー配当カバレッジ比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{配当金支払額}}$$

3 キャッシュフローの成長性分析

キャッシュフロー計算書の主に投資活動等の分析から、成長しているか、そして将来の成長可能性はどうかを検討する。キャッシュフローの伸び率が特に重要であり、魅力があるかどうかを判断する。

$$\text{設備投資営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{設備投資額}}$$

営業キャッシュフロー対設備投資比率(Operation / Investment Ratio)とも呼ばれる。営業キャッシュフローで設備投資をどの程度まかなっているか、営業キャッシュフローがどれだけ設備投資負担をカバーできるのかを見る。この比率が100%未満であると、設備投資額を営業キャッシュフローでまかなえないということになる。設備投資額は営業キャッシュフローの範囲内でまかなえることが望ましい。これを超えると、資金調達が必要となる。このように、設備投資が過剰でないかを判定する。営業キャッシュフローのうち、どれくらいを設備投資に回わせるのかが見られる。設備投資額が営業キャッシュフローを上回り続けることは、財務安全性の観点から非常に危険となる。この不足分の資金を調達し、将来の営業キャッシュフローで確実に返済しなければならない。多くの日本企業は、これまでかなりの過剰投資に陥っている。

$$\text{営業キャッシュフロー設備投資比率} = \frac{\text{設備投資額}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

設備投資額が営業キャッシュフローをどれだけ消費したかを見る。営業

キャッシュフローがどれだけ設備投資をカバーしているかを表している。すなわち、営業キャッシュフローという自前の資金で設備投資ができるかを検討するのである。設備投資の負担が、キャッシュフロー創出力に比較して過大か否かを見る。設備投資額は、基本的には有形固定資産取得支出額から売却収入額を控除して求められる。営業キャッシュフローとして、配当金支払額を差し引いた配当控除後営業キャッシュフローを用いることもある。

$$\begin{aligned} \text{営業キャッシュフロー} &= \frac{\text{有形固定資産取得支出額}}{\text{有形固定資産取得比率}} \\ \text{有形固定資産取得営業キャッシュフロー比率} &= \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{有形固定資産取得支出額}} \\ (\text{Capital Expenditure Ratio}) & \\ \text{営業キャッシュフロー} &= \frac{\text{投資有価証券取得支出額}}{\text{投資有価証券取得比率}} \\ \text{投資有価証券取得比率} &= \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{投資有価証券取得支出額}} \end{aligned}$$

$$\text{営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率} = \frac{\text{投資キャッシュフロー}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローで投資キャッシュフローをどの程度まかなっているかを検討する。営業キャッシュフローがマイナスであれば、営業キャッシュフローのマイナスを投資キャッシュフローから補充しているかもしれないので、この比率のプラスマイナスはあまり重要な意味をもたない。投資キャッシュフローは通常マイナスであるので、必要に応じては絶対値に換算したほうがよい場合もある。財務安定性を疎外する過大投資であるかどうかを評価する。この比率が100%以下でも、将来の成長への投資機会を逃しているのではないかという疑問も残る。

営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率は、次のように投資を2つに区分してより具体的に算定することもできる。

$$\text{営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率} = \frac{\text{設備投資額} + \text{投資} \cdot \text{貸付額}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローのうち、どれくらいを投資活動にあてたかを見る。

この比率が100%を超えていれば、営業活動で得られた以上のキャッシュを投資活動に投入しており、投資がより積極的であることを意味している。設備投資とそれ以外の投資、貸付けとの相対的な状況を検討できる。

$$\text{投資キャッシュフロー営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{投資キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフロー対投資比率とも呼ばれ、営業キャッシュフローが投資全体をどの程度カバーしているのかを見る。投資の集中期か回収期かの動向を把握できる。この比率が100%未満であると、手元資金を取り崩すか、新たに資金を調達しなければならない。これが長期間続くようだと非常に危険となる。

$$\text{固定資産営業キャッシュフロー比率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{固定資産}}$$

$$\text{固定資産フリーキャッシュフロー比率} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{固定資産}}$$

$$\text{営業キャッシュフロー適合率} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{資本的支出額} + \text{長期債務返済額}}$$

長期的な資産への投資や長期債務返済のための支出に対して、営業活動がどの程度のキャッシュフローを生み出したのかを算定する。この比率が長期間かなり低い場合には、適切な水準の設備投資や配当金を維持することが非常に困難となる。

$$\begin{aligned} \text{現金過不足比率} &= \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{有形固定資産取得支出額} + \text{配当金支払額} + \text{長期借入金返済額}} \\ (\text{Cash Flow Adequacy Ratio}) \quad &\text{必要とされるキャッシュが、営業活動によって充分もたらされているかどうかを明らかにする。} \end{aligned}$$

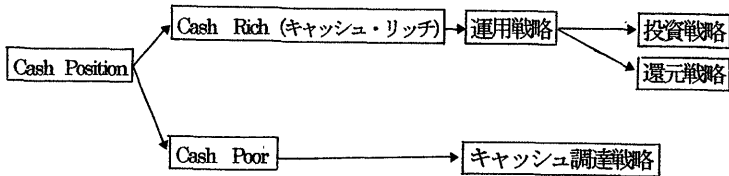
$$\text{営業・投資キャッシュフロー} = \frac{\text{財務キャッシュフロー}}{\text{営業・投資キャッシュフロー}}$$

$$\text{財務キャッシュフロー比率} = \frac{\text{財務キャッシュフロー}}{\text{営業・投資キャッシュフロー}}$$

$$\text{営業・財務キャッシュフロー} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{投資キャッシュフロー}}$$

$$\text{投資キャッシュフロー比率} = \frac{\text{投資キャッシュフロー}}{\text{営業キャッシュフロー} + \text{財務キャッシュフロー}}$$

図表2 キャッシュ状況による経営戦略



4 キャッシュフローのその他の分析

$$1 \text{ 株当たり営業キャッシュフロー} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{発行済株式総数}}$$

発行済株式総数は、期首と期末の期中平均のほうがより望ましいが、長期的な推移を見る場合には、期末でもよいであろう。発行済株式総数が、期中に大幅に増減している場合には、期中平均を用いるべきである。

1株当たりで営業活動からどれだけのキャッシュフローを生み出したかを示す、キャッシュフロー版EPS (Earnings Per Share) である。株価判断の基準としてとらえる傾向が強くなりつつある。一般的にこの値が高ければ、配当、株価上昇の可能性が高いと考えられる。

$$1 \text{ 株当たりフリーキャッシュフロー (Cash Flow Per Share ; CFPS)} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{発行済株式総数}}$$

この値は財務弾力性を示している。

$$1 \text{ 株当たり減価償却費控除後営業キャッシュフロー} = \frac{\text{減価償却費控除後営業キャッシュフロー}}{\text{発行済株式総数}}$$

$$1 \text{ 株当たり営業・投資キャッシュフロー} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{発行済株式総数}}$$

アメリカ財務会計基準第95号によれば、「財務諸表は1株当たりキャッシュフローの金額を報告すべきでない。キャッシュフローも、そのどの一部も、1株当たりの金額の報告が意味する企業業績の尺度として、純利益に代わりうるものではない。」⁹⁾として、1株当たりキャッシュフローを報告する

ことに警告を発している。1株当たりキャッシュフローの金額は、純利益に代わりうるものではないが、何故に報告してはいけないのであろうか疑問である。それぞれが別々の概念として混乱なく利用できると思われる。

$$\text{キャッシュフロー株価比率（倍率）} = \frac{\text{株 価}}{\text{1株当たりキャッシュフロー}} \\ (\text{Price Cash Flow Ratio; PCFR})$$

この比率が高いほど、株価がより上昇すると期待されている。場合によっては、株価が割高となっているかもしれない。

$$\text{株価キャッシュフロー比率（倍率）} = \frac{\text{1株当たりキャッシュフロー}}{\text{株 価}}$$

株価が高くなれば、この値は低くなり、株価が低くなれば、この値は高くなる。このように株価に対するキャッシュフロー効率が評価できる。

$$\text{営業キャッシュフロー株価比率} = \frac{\text{株 価}}{\text{1株当たり営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローの何倍まで株価が買われているかを見ることによって、株価の妥当性を評価する。現在のキャッシュフロー創造能力を前提とした場合の投資回収期間を意味している。

$$\begin{aligned} & \frac{\text{減価償却費控除後}}{\text{営業キャッシュフロー株価比率}} = \frac{\text{株 価}}{\text{1株当たり減価償却費控除後営業キャッシュフロー}} \\ & \text{営業・投資キャッシュフロー株価比率} = \frac{\text{株 価}}{\text{1株当たり営業・投資キャッシュフロー}} \end{aligned}$$

$$\text{営業キャッシュフロー自社株取得比率} = \frac{\text{自社株取得額}}{\text{営業キャッシュフロー}}$$

営業キャッシュフローのうち、どれだけ自社株の買入に使ったかを示す。自社株の買入は、株主への利益還元の一般的手法として最近注目されている。発行済株式総数が減少することによって、1株当たりの効率が改善され、株価上昇につながるかもしれない。キャッシュを貯め込むよりは、むしろ株主に還元して、株価を高め、より有利な資金調達を可能にするための手法ともなる。

従業員数が利用できれば、次のように各種の1人当たりキャッシュフローを算定できる。

$$\text{従業員数1人当たり営業キャッシュフロー} = \frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{従業員数}}$$

$$\text{従業員数1人当たりフリーキャッシュフロー} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{従業員数}}$$

$$\begin{aligned} \text{従業員数1人当たり} \\ \text{営業・投資キャッシュフロー} \end{aligned} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{従業員数}}$$

Ⅳ キャッシュフロー分析の事例

キャッシュフロー分析の事例として、SEC基準を採用している25社を取り上げる。有価証券報告書を利用して、過去8年間（1992～99年度）の平均キャッシュフローとその効率を算定した¹⁰⁾。フロー情報に関しては、決算期を変更して12ヵ月でない場合には、年換算して調整した。決算期を変更したのは、富士写真（95／3）と三洋電機（96／3）である。

1 効率分析例

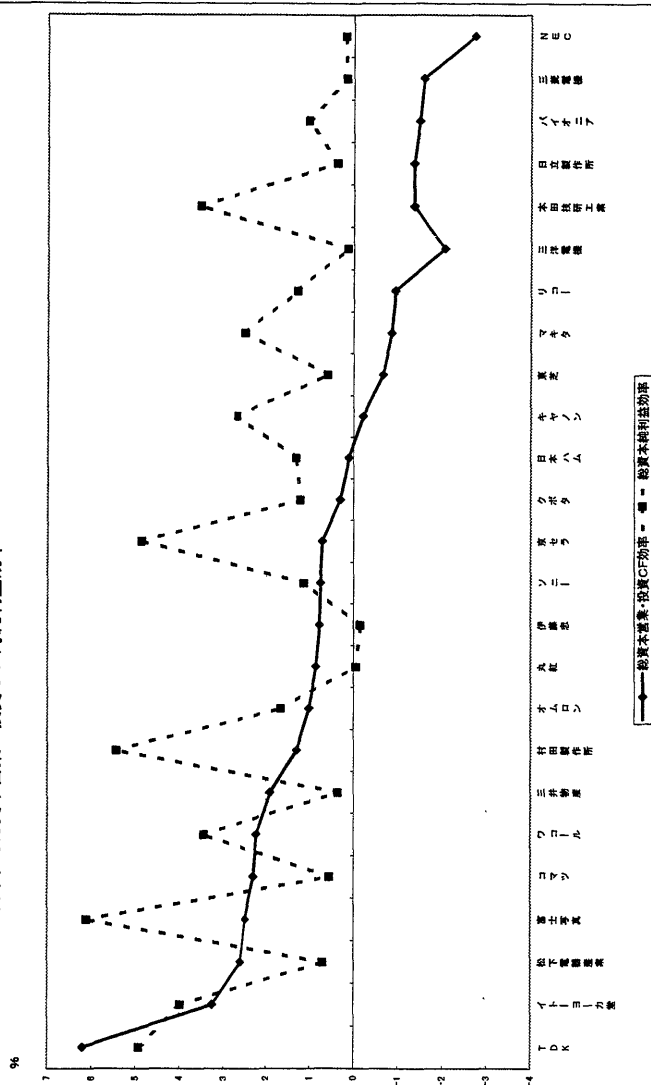
図表3では、過去8年間平均の各種キャッシュフロー、効率等を算定表示し、総資本営業・投資キャッシュフロー効率の高い順に並べてみた。予想通り、優良企業が上位となっている。しかし、総資本純利益効率の順位とはかなり相違している（図表4参照）。すなわち、総資本純利益効率と総資本営業・投資キャッシュフロー効率とは、それぞれの固有の効率を示しており、超長期的効率として算定されなければ、ほぼ同じような効率結果とはならないのである。総資本営業・投資キャッシュフロー効率が総資本純利益効率より優れているのは、TDK、松下電器産業、コマツと少ないが、逆に総資本純利益効率が総資本営業・投資キャッシュフロー効率よりかなり優れているのは、富士写真、ワコール、村田製作所、京セラ、キヤ

ノン、マキタ、本田技研工業、パイオニアである。やはり、両者の効率を同時に併用して用いる必要性があろう。

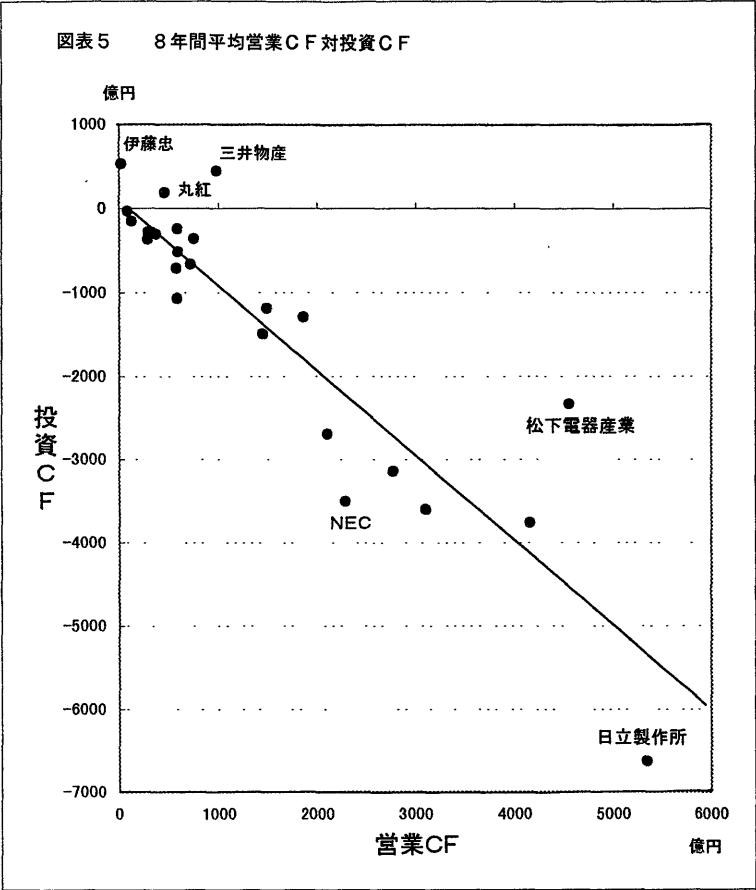
図表3 8年間平均キャッシュフローと効率

会社名	当期 純利益	減価 償却費	その他 営業CF	営業CF	投資CF	営業CF	営業・投資 CF	減価償却費 除後営業CF	総資本増減 率CF効率	総資本増減 率CF効率	総資本増減 率CF効率	売上高営 業・投資 CF比率	総資本増減 率CF効率	総資本増減 率CF効率	総資本増減 率CF効率
TDK	313	434	9	756	-361	395	322	11,879	5,080	6,207	6,963	0.891	4,918	3,988	0.891
日立製作所	695	824	340	1,859	-1,291	588	1,035	10,666	5,938	6,209	1,891	1.723	3,988	3,988	1.723
松下電器産業	591	4,215	-260	4,546	-2,340	2,206	331	5,367	0,392	2,614	3,038	0.861	3,988	3,988	0.861
富士写真	736	919	-165	1,490	-1,191	299	571	12,394	4,750	2,487	1,491	1.669	6,122	6,122	1.669
ニコン	81	449	58	588	-1,497	341	139	3,957	0,936	2,295	3,489	0.658	0,545	0,545	0.658
ワコル	73	26	-10	89	-42	47	63	4,204	2,976	2,220	2,943	0.754	3,448	3,448	0.754
三井物産	264	589	130	983	438	1,421	394	1,310	0,525	1,894	0,875	2.164	0,352	0,352	2.164
村田製作所	314	287	-7	594	-519	75	307	10,277	5,311	1,298	2,371	0.747	5,433	5,433	0.747
オムロン	98	328	-56	370	-311	60	42	6,249	0,709	1,013	1,148	0.883	1,655	1,655	0.883
丸紅	-47	375	133	461	179	640	86	0,616	0,115	0,856	0,436	1.964	-0,063	-0,063	1.964
伊藤忠	-115	290	-150	25	525	530	-285	0,035	-0,369	0,766	0,433	2.234	-0,160	-0,160	2.234
ソニー	586	2,635	927	4,148	-3,762	386	1,513	8,023	2,926	0,747	0,782	0.954	1,453	1,453	0.954
京セラ	418	366	-59	725	-664	61	359	8,417	4,168	0,708	1,056	0.671	4,853	4,853	0.671
クボタ	169	357	-196	330	-290	41	-27	2,377	-0,195	0,295	0,407	0.726	1,217	1,217	0.726
日本ハム	104	206	-16	294	-285	53	88	3,693	1,106	0,101	0,146	0.687	1,307	1,307	0.687
ヤマハ	647	1,176	-378	1,445	-1,498	-8	269	5,985	1,114	-0,220	-0,237	0.925	2,880	2,880	0.925
東芝	334	2,760	-326	2,768	-3,148	-380	8	4,854	0,419	-0,666	-0,758	0.879	0,586	0,586	0.879
マツダ	77	83	-31	129	-156	-27	46	4,148	1,479	-0,868	-1,538	0.564	2,476	2,476	0.564
リコー	183	542	-146	579	-715	-136	37	4,040	0,258	-0,949	-1,172	0.810	1,277	1,277	0.810
三洋電機	33	899	-348	584	-1,075	-491	-315	2,450	-1,321	-2,060	-2,899	0.711	0,338	0,338	0.711
本田技研工業	1,307	1,537	256	3,101	-3,607	-507	1,563	8,364	4,219	-1,684	-1,064	1.286	3,525	3,525	1.286
日立製作所	348	5,248	-254	5,342	-6,636	-1,294	94	5,680	0,100	-1,376	-1,634	0.842	0,370	0,370	0.842
パナソニック	55	255	-19	291	-371	-81	36	5,388	0,667	-1,500	-1,470	1.021	1,018	1,018	1.021
三菱電機	56	2,154	-106	2,104	-2,700	-597	-50	5,606	-0,133	-1,591	-1,719	0.926	0,149	0,149	0.926
NEC	80	2,529	-324	2,285	-3,508	-1,223	-244	5,123	-0,547	-2,742	-2,908	0.943	0,179	0,179	0.943
平均	296	1,179	-40	1,435	-1,343	92	256	5,645	1,608	0,537	0,479	1.052	1,914	1,914	1.052

圖表 4 8 年間平均總資本營業・投資 CF 對純利益效率



図表5 8年間平均営業CF対投資CF



図表3では、総資本営業・投資キャッシュフロー効率を売上高営業・投資キャッシュフロー比率と総資本回転率とに分解して比較ができるように、各比率も算定している。

$$\frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{総資本}} = \frac{\text{営業・投資キャッシュフロー}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

総資本回転率は、業種によってかなり相違しているが、長期的な推移を見ると、非常に安定している。すなわち、ほとんどの企業は超大企業であり、総資本と売上高が巨額でほぼ毎年同じような割合で増減しているからである。

総資本営業・投資キャッシュフロー効率と総資本純利益効率の長期的な推移を比較すると、総資本純利益効率は全般的により安定している（平準化されている）のに対して、総資本営業・投資キャッシュフロー効率はかなり上下動している。

営業キャッシュフローが増減するのに応じて、投資キャッシュフローの支出は増減している（図表5参照）。営業キャッシュフローが極めて少ない場合には、投資キャッシュフローがプラスとなっている（三井物産、丸紅、伊藤忠）。一般的にある活動のキャッシュフローがマイナスとなれば、他のキャッシュフロー活動をプラスとして補填されるという関係がかなり強い。

営業キャッシュフローの内訳を当期純利益、減価償却費、その他の営業キャッシュフローとに区分して検討してみよう。

$$\begin{aligned} \text{営業キャッシュフロー} &= \text{当期純利益} + \text{減価償却費} \\ &\quad + \text{その他の営業キャッシュフロー} \end{aligned}$$

その他の営業キャッシュフローには、資産および負債の増減（売上債権増減、棚卸資産増減等）が含まれる。次に営業キャッシュフローを100%として、その内訳の構成割合を算定する。図表6では、当期純利益の構成割合が高い順に並べ替えた。全般的に減価償却費の割合が非常に高いことが、かなり明確に確認できる。これは、いかに収益性が低いかということを裏付けてもいる。

図表 6 8年間平均営業CFの内訳構成割合

(単位: %)

会社名	当期 純利益	減価 償却費	その他 営業CF	営業CF
ワコール	82.022	29.213	-11.236	100
マキタ	59.690	64.341	-24.031	100
京セラ	57.655	50.483	-8.138	100
村田製作所	52.862	48.316	-1.178	100
クボタ	51.212	108.182	-59.394	100
富士写真	49.396	61.678	-11.074	100
キヤノン	44.775	81.384	-26.159	100
本田技研工業	42.148	49.565	8.255	100
TDK	41.402	57.407	1.190	100
イトーヨーカ堂	37.386	44.325	18.289	100
日本ハム	35.374	70.068	-5.442	100
リコー	31.606	93.610	-25.216	100
三井物産	26.857	59.919	13.225	100
オムロン	26.486	88.649	-15.135	100
パイオニア	18.900	87.629	-6.529	100
ソニー	14.127	63.525	22.348	100
コマツ	13.776	76.361	9.864	100
松下電器産業	13.000	92.719	-5.719	100
東芝	12.066	99.711	-11.777	100
日立製作所	6.514	98.240	-4.755	100
三洋電機	5.651	153.938	-59.589	100
NEC	3.501	110.678	-14.179	100
三菱電機	2.662	102.376	-5.038	100
丸紅	-10.195	81.345	28.850	100
伊藤忠	-460.000	1,160.000	-600.000	100
平均	10.355	121.346	-31.703	100

キャッシュフローは利益のように単純に大きければ大きいほどに良いと判断できない。すなわち、それぞれのキャッシュフロー概念を相対的に各関係項目との関連で評価しなければならない。単純には分析できなく、かなりの専門知識を前提とした、相対的な評価をしなければならない。最も単純に考えれば、フリーキャッシュフローであろうが、この概念自体も極めて不明確な、多様な見解が主張されている。企業の意味によってかなり左右される可能性が強いから、外部分析においては、正確に算定することができない。そこで、減価償却費控除後営業キャッシュフロー、営業・投

資キャッシュフローをも併用して算定した。究極的には、かなり長期的には投資キャッシュフローをすべてカバーすべきと考えられるので、営業・投資キャッシュフロー効率で順位づけている。キャッシュフローは、短期的な期間評価の基準としては非常に難解な問題を残しているのである。

2 安全性分析例

安全性分析例としては、直近の1998年と99年度だけを検討しよう。図表7・8では、流動負債営業キャッシュフロー比率の高い順に並べている。一般的には、各種営業キャッシュフロー比率が30-40%以上あればかなり完全圏であり、10%以下は問題となろう。下位企業は流動負債が多く、しかも営業キャッシュフローが極めて少なく、支払能力はかなり問題となりそうである。特に総合商社の悪化が際立っている。1998年から99年度への比較では、マキタ、キャノン、クボタ、リコーでは改善傾向にあるが、ワコール、本田技研工業、NECでは悪化している（図表9参照）。ここで取り上げている企業は先進的な超大企業がほとんどであるから、すぐに倒産することはないが、何社かは極めて危険な状態であることは間違いなく指摘できる。

図表 7 1998年度安全性分析

(単位:%)

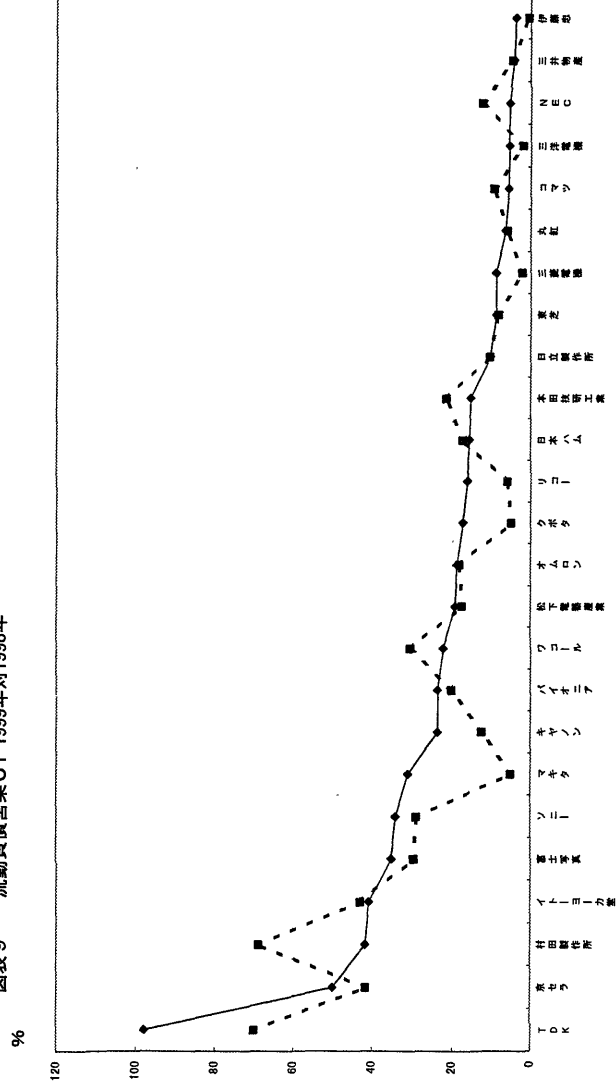
会社名	流動負債	固定負債	負債	長期債務	営業CF
	営業CF比率	営業CF比率	営業CF比率	営業CF比率	配当比率
TDK	69.915	168.034	49.347	3,170.968	8.037
村田製作所	68.711	155.221	47.628	743.269	6.727
イトーヨーカ堂	42.996	65.552	25.965	79.300	6.771
京セラ	41.601	163.656	33.170	990.667	16.016
ワコール	30.496	55.128	19.635	645.000	15.504
富士写真	29.661	78.736	21.545	276.836	7.823
ソニー	28.933	26.108	13.724	30.443	3.511
本田技研工業	21.440	47.702	14.791	70.001	3.478
パイオニア	20.134	43.165	13.570	62.069	3.611
オムロン	18.089	45.714	12.800	95.522	10.625
松下電器産業	17.464	46.198	12.673	76.751	5.178
日本ハム	17.354	49.948	12.879	75.472	7.500
NEC	12.424	20.422	7.725	25.219	5.876
キヤノン	12.403	46.131	9.775	67.284	8.978
日立製作所	10.413	20.396	6.894	32.676	8.700
コマツ	9.351	23.154	6.661	34.248	11.573
東芝	8.415	17.508	5.683	26.939	11.771
リコー	6.062	12.421	3.990	16.007	16.068
丸紅	5.987	9.622	3.691	9.980	3.501
マキタ	5.068	7.579	3.015	16.206	68.293
クボタ	4.917	6.500	2.800	10.971	30.108
三井物産	4.677	6.333	2.690	6.643	7.115
三菱電機	2.143	3.563	1.338	6.177	40.292
三洋電機	1.994	4.326	1.365	5.585	38.039
伊藤忠	0.516	0.783	0.311	0.803	38.636
平均	19.647	44.956	13.347	263.001	15.349

図表 8 1999年度安全性分析

(単位: %)

会社名	流動負債	固定負債	負債	長期債務	営業CF
	営業CF比率	営業CF比率	営業CF比率	営業CF比率	配当比率
TDK	97.831	165.314	61.460	7,429.412	6.255
京セラ	49.960	142.129	36.966	347.645	9.721
村田製作所	41.732	58.889	24.405	327.835	16.352
イトーヨーカ堂	40.792	51.552	22.773	58.176	7.488
富士写真	35.177	78.629	24.304	332.135	7.320
ソニー	34.142	27.671	15.284	30.895	3.694
マキタ	31.034	21.913	12.740	43.599	22.222
キヤノン	23.672	75.776	18.037	136.717	6.329
パイオニア	23.643	32.814	13.579	45.718	4.485
ワコール	22.278	37.288	13.924	400.000	22.727
松下電器産業	19.264	41.416	13.148	70.395	5.269
オムロン	18.718	29.798	11.377	52.120	11.186
クボタ	17.248	20.329	9.331	33.446	9.438
リコー	16.137	24.162	9.356	30.972	7.123
日本ハム	15.636	29.884	10.265	43.240	9.302
本田技研工業	15.231	34.325	10.549	51.263	5.913
日立製作所	10.333	17.003	6.427	26.304	4.733
東芝	8.889	14.162	5.461	22.480	9.664
三菱電機	8.864	10.112	4.723	18.140	0
丸紅	6.532	9.038	3.792	9.409	1.936
コマツ	5.646	8.847	3.447	11.739	22.449
三洋電機	5.580	9.230	3.478	11.190	14.201
NEC	5.505	5.930	2.855	7.234	15.244
三井物産	4.228	5.039	2.299	5.324	9.224
伊藤忠	3.769	4.297	2.008	4.484	3.274
平均	22.474	38.222	13.680	381.995	9.422

図表 9 流動負債営業CF 1999年対1998年



—◆— 1999年 流動負債営業CF - ■ - 1998年 流動負債営業CF

3 成長性分析例

成長性分析例としては、主に松下電器産業とNECについて検討しよう。NECでは、営業キャッシュフロー以上の有形固定資産増減支出を繰り返してきた。総資本（総資産）が増加し続け、キャッシュフローをほとんど生んでいない。ここ最近3期間は営業・投資キャッシュフローが大幅な減少を続けており、1999年度には、長期債務が極端に増加してきている。このままでは、将来成長できるかどうか疑問となってしまう。2000年度には大幅に改善された。

図表10 松下電器産業 連結キャッシュフロー計算書

	(単位:億円)									
	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均	
営業活動キャッシュフロー	1,328	372	244	904	-568	1,378	936	135	591	
当期純利益	4,979	5,307	4,838	4,738	2,976	3,496	3,651	3,731	4,215	
減価償却費	-1,217	508	-466	-656	-1,498	-1,252	430	-377	-566	
売上債権増減	-2,530	-853	-1,462	-2,078	-1,165	-94	-492	365	-1,039	
棚卸資産増減	-103	439	980	1,918	2,804	2,817	767	1,137	1,345	
その他営業キャッシュフロー	2,457	5,773	4,134	4,826	2,549	6,345	5,292	4,991	4,546	
投資活動キャッシュフロー	-5,878	-3,196	-2,509	-3,242	-3,798	-4,055	-4,759	-3,590	-3,853	
有形固定資産増減	1,936	1,737	1,936	-675	50	-1,609	-1,191	-534	206	
投資及び貸付金増減	1,503	-283	1,503	524	887	1,054	1,405	141	842	
短期投資増減	395	3	-2,161	-16	4,937	128	232	206	466	
その他投資キャッシュフロー	-1,844	-1,739	-1,231	-3,409	2,076	-4,482	-4,313	-3,777	-2,340	
財務活動キャッシュフロー	613	4,034	2,903	1,417	4,625	1,863	979	1,214	2,206	
営業・投資活動キャッシュフロー	-1,384	-3,580	-1,384	1,075	-396	283	-856	-1,002	-906	
短期借入金増減	-5,857	-2,554	-5,857	-3,605	-2,913	-3,123	-2,380	-3,882	-3,771	
長期債務増減	5,092	3,963	5,092	3,198	1,256	2,283	1,291	1,867	3,005	
社債増減	-261	-261	-261	-283	-262	-263	-274	-263	-266	
配当金	-1,793	26	-281	-144	-67	-43	-18	-1,057	-422	
その他財務キャッシュフロー	-4,203	-2,406	-2,691	241	-2,382	-863	-2,237	-4,337	-2,360	
財務活動キャッシュフロー	402	-270	-221	-138	793	761	71	-603	-1	
為替換算差額	-3,993	1,357	-9	1,520	3,037	1,760	-1,186	-3,726	-155	
増減額	12,582	13,939	13,929	15,450	18,487	20,248	19,062	15,335	16,129	
期末キャッシュ残高	16,575									
期首キャッシュ残高	2,802	1,765	1,408	1,117	962	862	772	706	1,274	
支払利息	2,907	1,939	1,474	1,207	1,396	1,475	2,729	1,600	1,841	
法人税等	5,509	3,704	2,882	2,924	2,358	2,337	3,501	2,306	3,115	
計	7,966	9,477	7,016	7,150	4,907	8,682	8,793	7,297	7,661	
利払前営業キャッシュフロー										

構成割合 (百分率)

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
営業活動キャッシュフロー	54,050	6,444	5,902	18,732	-22,283	21,718	17,687	2,705	13,000
当期純利益	202,646	91,928	117,030	98,177	116,752	55,099	68,991	74,755	92,719
減価償却費	-49,532	8,800	-11,272	-13,593	-58,768	-19,732	8,125	-7,554	-12,451
売上債権増減	-102,971	-14,776	-35,365	-43,058	-45,704	-1,481	-9,297	7,313	-22,847
棚卸資産増減	-4,192	7,604	23,706	39,743	110,004	44,397	14,494	22,781	29,584
その他営業キャッシュフロー	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
投資活動キャッシュフロー	-231,095	-55,361	-60,692	-67,178	-149,000	-63,909	-89,928	-71,929	-84,764
有形固定資産増減	78,795	30,088	46,831	-13,987	1,962	-25,359	-22,506	-10,699	4,537
投資及び貸付金増減	61,172	-4,902	36,357	10,858	34,798	16,612	26,550	2,825	18,516
短期投資増減	16,077	0,052	-52,274	-0,332	193,684	2,017	4,384	4,127	10,240
その他投資キャッシュフロー	-75,051	-30,123	-29,777	-70,638	81,444	-70,638	-81,500	-75,676	-51,474
財務活動キャッシュフロー	24,949	69,877	70,223	29,362	181,444	29,362	18,500	24,324	48,526
営業活動キャッシュフロー	-56,329	-82,013	-33,478	22,275	-15,536	4,460	-16,175	-20,076	-19,919
短期借入金増減	-238,380	-44,240	-141,679	-74,700	-114,280	-49,220	-44,974	-77,780	-82,960
長期債務増減	207,245	68,647	123,174	66,266	49,274	35,981	24,395	37,407	66,108
社債増減	-10,623	-4,521	-6,313	-3,864	-10,279	-4,145	-5,178	-5,269	-5,851
配当金	-72,975	0,450	-6,797	-2,984	-2,628	-0,678	-0,340	-21,178	-9,291
その他財務キャッシュフロー	-171,062	-41,677	-65,094	4,994	-93,448	-13,601	-42,271	-86,896	-51,914
財務活動キャッシュフロー	-16,361	-4,677	-5,346	-2,860	31,110	11,994	1,342	-12,082	-0,022
為替換算差額	-162,515	23,506	-0,218	31,496	119,145	27,738	-22,411	-74,654	-3,410
増減額	512,088	241,452	336,938	320,141	725,265	319,117	360,204	307,253	354,795
期末キャッシュ残高	674,603								
期首キャッシュ残高	105,902	30,573	34,059	23,145	37,740	13,586	14,588	14,145	28,030
支払利息	118,315	33,587	35,656	25,010	54,767	23,247	51,568	32,058	40,494
法人税等	224,217	64,161	69,715	48,156	92,507	36,832	66,156	46,203	68,525
計	324,217	164,161	169,715	148,156	192,507	136,832	166,156	146,203	168,525
利払前営業キャッシュフロー									

期間増減額

	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
営業活動キャッシュフロー	-956	-128	660	-1,472	1,946	-442	-801	-170
当期純利益	328	-469	-100	-1,762	520	155	80	-178
減価償却費	1,725	-974	-190	-842	246	1,682	-807	120
売上債権増減	1,677	-609	-616	913	1,071	-398	857	414
棚卸資産増減	542	541	938	886	13	-2,050	370	177
その他営業キャッシュフロー	3,316	-1,639	692	-2,277	3,796	-1,053	-301	362
営業活動キャッシュフロー	2,482	687	-733	-556	-257	-704	1,169	298
有形固定資産増減	-199	199	-2,611	725	-1,659	418	657	-353
投資及び貸付増減	-1,786	1,786	-979	363	167	351	-1,264	-195
短期投資増減	-392	-2,164	2,145	4,953	-4,809	104	-26	-27
その他投資キャッシュフロー	105	508	-2,178	5,485	-6,558	169	536	-276
投資活動キャッシュフロー	3,421	-1,131	-1,486	3,208	-2,762	-884	235	86
営業・投資活動キャッシュフロー	-2,196	2,196	2,459	-1,471	679	-1,139	-146	55
財務活動キャッシュフロー	3,303	-3,303	2,252	692	-210	743	-1,502	282
短期借入金増減	-1,129	1,129	-1,894	-1,942	1,027	-992	576	-461
長期債務増減	0	0	-22	21	-1	-11	11	0
配当金	1,819	-307	137	77	24	25	-1,039	105
その他財務キャッシュフロー	1,797	-285	2,332	-2,623	1,519	-1,374	-2,100	-19
財務活動キャッシュフロー	132	49	83	931	-32	-690	-674	-29
為替換算差額	5,350	-1,366	1,529	1,517	-1,277	-2,946	-2,540	38
増減額	1,357	-10	1,521	3,037	1,761	-1,186	-3,727	393
期末キャッシュ残高	-837	-357	-291	-155	-100	-90	-66	568
支払利息	-968	-465	-267	189	79	1,254	-1,129	241
法人税等	-1,805	-822	-558	34	-21	1,164	-1,195	809
計	1,511	-2,461	134	-2,243	3,775	111	-1,496	1,171
利払前営業キャッシュフロー								

図表11 松下電器産業 キャッシュフロー等分析

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
総資本営業・投資CF	0.670	4.608	3.543	1.728	5.773	2.142	1.143	1.529	2.642
売上高営業・投資CF	0.823	5.717	4.383	2.039	6.807	2.421	1.241	1.589	3.127
総資本回転率	0.814	0.806	0.808	0.847	0.848	0.885	0.921	0.962	0.861
総資本純利益効率	1.451	0.425	0.298	1.102	-0.709	1.585	1.093	0.170	0.677
売上高純利益率	1.783	0.527	0.368	1.301	-0.836	1.791	1.186	0.177	0.787
自己資本営業・投資CF	1.765	11.843	8.827	4.353	13.613	5.041	2.597	3.436	6.434
流動負債営業CF	7.530	19.487	16.031	18.571	9.641	20.899	17.464	19.264	18.364
固定負債営業CF	15.694	33.790	23.393	26.935	18.078	46.910	46.198	41.416	43.807
CF転入・クレジット・カバレッジ・レシオ	3.061	5.369	4.983	6.401	5.101	10.072	11.390	10.336	7.089
営業CF配当比率	10.623	4.521	6.313	5.864	10.279	4.145	5.178	5.269	6.524
1株当たり営業CF	117.283	275.569	197.264	230.111	121.513	300.547	250.531	242.007	216.910
1株当たり営業・投資CF	29.261	192.559	138.524	67.565	220.479	88.246	46.347	58.865	105.231
営業・投資CF株価	43.403	6.543	12.272	20.721	7.892	21.871	46.173	39.242	24.765

(単位: %, 倍率, 円)

図表12 NEC 連結キャッシュフロー計算書

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
(単位:億円)									
営業活動キャッシュフロー									
当期純利益	152	-451	66	353	771	915	413	-1,579	80
減価償却費	2,356	2,264	2,133	2,227	2,602	2,729	2,858	3,064	2,529
売上債権増減	254	277	-217	291	-1,748	469	-309	449	-67
棚卸資産増減	-722	103	78	-645	-1,462	1,269	776	558	-6
その他営業キャッシュフロー	-823	-364	378	607	2,674	-2,364	-777	-1,344	-252
営業活動キャッシュフロー	1,217	1,829	2,438	2,833	2,837	3,018	2,961	1,148	2,265
投資活動キャッシュフロー									
有形固定資産増減	-3,418	-2,581	-1,846	-2,935	-3,296	-4,121	-3,880	-2,404	-3,060
投資及び貸付金増減	-22	0	54	-84	33	46	89	-838	-90
短期投資増減	-106	107	-555	427	-328	-573	-959	-83	-259
その他投資キャッシュフロー	-294	-167	-42	55	32	-29	-385	40	-99
投資活動キャッシュフロー	-3,840	-2,641	-2,389	-2,537	-3,559	-4,677	-5,135	-3,285	-3,508
営業・投資活動キャッシュフロー	-2,623	-812	49	296	-722	-1,659	-2,174	-2,137	-1,223
財務活動キャッシュフロー									
短期借入金増減	756	-257	327	327	266	912	100	-6,461	-504
長期債務増減	2,914	2,788	785	90	-101	570	1,931	8,843	2,228
配当金	-153	-153	-153	-153	-154	-177	-174	-175	-162
その他財務キャッシュフロー	-753	-1,732	-830	8	-3	-6	8	1	-413
財務活動キャッシュフロー	2,764	646	129	272	8	1,299	1,865	2,208	1,149
為替換算差額	-8	-36	-37	-24	62	53	-5	-64	-7
増減額	131	-202	140	545	-650	-305	-315	6	-81
期末キャッシュ残高	3,977	3,774	3,915	4,460	3,810	3,504	3,189	3,196	3,728
期首キャッシュ残高	3,845								
支払利息	1,056	930	874	930	711	629	614	562	788
法人税等	754	126	136	477	877	713	888	307	535
計	1,810	1,056	1,010	1,407	1,588	1,342	1,502	869	1,323
利払前営業キャッシュフロー	3,027	2,885	3,448	4,240	4,425	4,360	4,463	2,017	3,608

構成割合 (百分率)

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
営業活動キャッシュフロー	12,490	-24,658	2,707	12,460	27,177	30,318	13,948	-137,544	3,501
当期純利益	193,591	123,783	87,490	78,609	91,717	90,424	96,521	266,899	110,678
減価償却費	20,871	15,145	-8,901	10,272	-61,614	15,540	-10,436	39,111	-2,921
売上債権増減	-59,326	5,631	3,199	-22,767	-51,533	42,048	26,207	48,606	-2,246
棚卸資産増減	-67,625	-19,902	15,505	21,426	94,254	-78,330	-26,241	-117,073	-11,012
その他営業キャッシュフロー	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
営業活動キャッシュフロー	-280,855	-141,115	-75,718	-103,600	-116,179	-136,547	-131,037	-209,408	-133,922
有形固定資産増減	-1,808	0	2,215	-2,965	1,163	1,524	3,006	-72,997	-3,950
投資及び貸付金増減	-8,710	5,850	-22,765	15,072	-11,562	-18,986	-32,388	-7,230	-11,324
短期投資増減	-24,158	-9,131	-1,723	1,941	1,128	-0,961	-13,002	3,484	-4,322
その他投資キャッシュフロー	-315,530	-144,396	-97,990	-89,552	-125,449	-154,970	-173,421	-286,150	-153,523
投資活動キャッシュフロー	-215,530	-44,396	2,010	10,448	-25,449	-54,970	-73,421	-186,150	-53,523
営業・投資活動キャッシュフロー	62,120	-14,051	13,413	11,543	9,376	30,219	3,377	-562,805	-22,046
財務活動キャッシュフロー	239,441	152,433	32,199	3,177	-3,560	18,887	65,214	770,296	97,484
短期借入金増減	-12,572	-8,365	-6,276	-5,401	-5,428	-5,865	-5,876	-15,244	-7,068
長期債務増減	-61,873	-94,697	-34,044	0,282	-0,106	-0,199	0,270	0,087	-18,085
配当金	227,116	35,320	5,291	9,601	0,282	43,042	62,985	192,334	50,284
その他財務キャッシュフロー	-0,657	-1,968	-1,518	-0,847	2,185	1,756	-0,169	-5,575	-0,306
財務活動キャッシュフロー	10,764	-11,044	5,742	19,238	-22,912	-10,106	-10,638	0,523	-3,545
増減額	326,787	206,342	160,582	157,430	134,297	116,103	107,700	278,397	163,151
期首キャッシュ残高	315,941								
期末キャッシュ残高	86,771	50,847	35,849	32,827	25,062	20,842	20,736	48,955	34,497
支払利息	61,956	6,889	5,578	16,837	30,913	23,625	29,990	26,742	23,403
法人税等	148,726	57,736	41,427	49,665	55,975	44,467	50,726	75,697	57,899
計	248,726	157,736	141,427	149,665	155,975	144,467	150,726	175,697	157,905
利払前営業キャッシュフロー									

(単位: %)

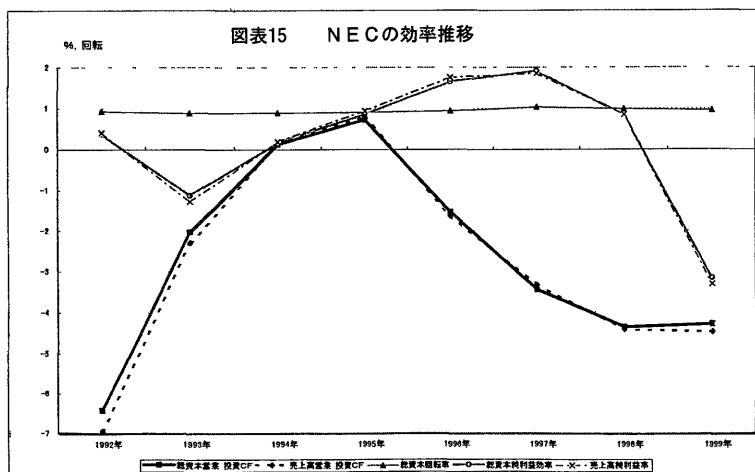
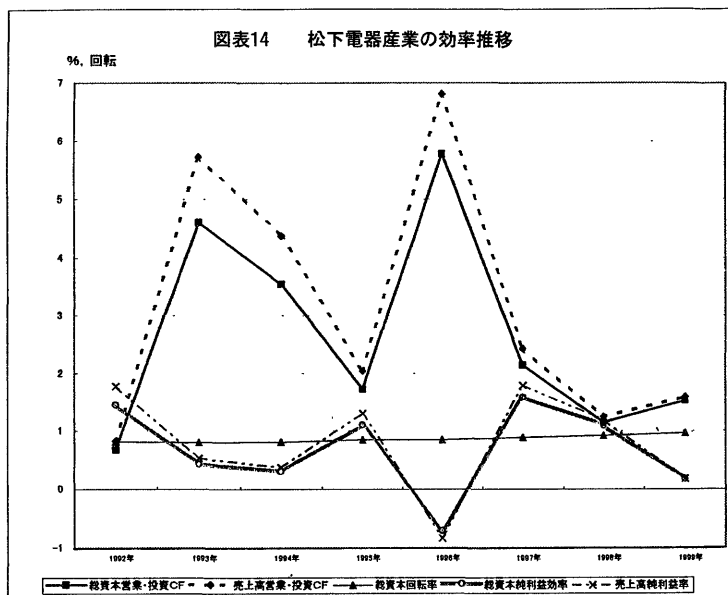
期間増減額

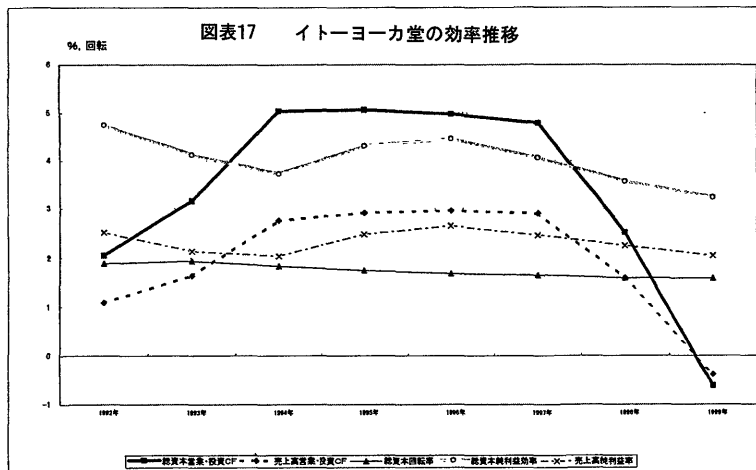
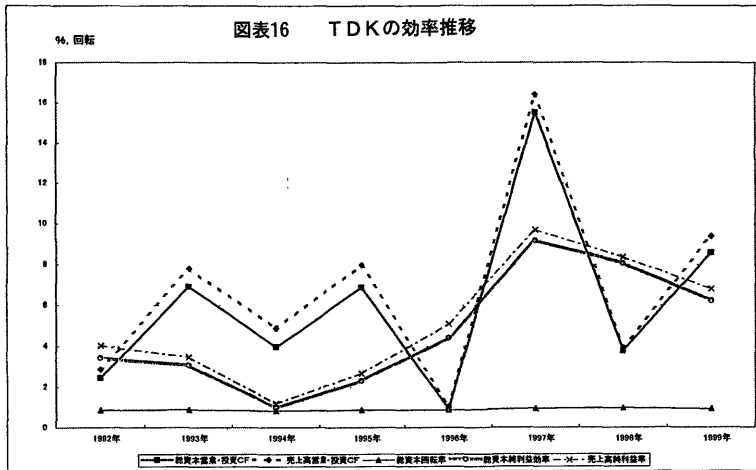
	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
営業活動キャッシュフロー	-603	517	287	418	144	-502	-1,992	-247
当期純利益	-92	-131	94	375	127	129	206	101
減価償却費	23	-494	508	-2,039	2,217	-778	758	28
売上債権増減	825	-25	-723	-817	2,731	-493	-218	183
棚卸資産増減	459	742	229	2,067	-5,038	1,587	-567	-74
その他営業キャッシュフロー	612	609	395	4	181	-57	-1,813	-10
営業活動キャッシュフロー	837	735	-1,089	-361	-825	241	1,476	145
有形固定資産増減	22	54	-138	117	13	43	-927	-117
投資及び貸付金増減	213	-662	982	-755	-245	-386	876	3
短期投資増減	127	125	97	-23	-61	-356	425	48
その他投資キャッシュフロー	1,199	252	-148	-1,022	-1,118	-458	1,850	79
投資活動キャッシュフロー	1,811	861	247	-1,018	-937	-515	37	69
営業・投資活動キャッシュフロー	-1,013	584	0	-61	646	-812	-6,561	-1,031
財務活動キャッシュフロー	-126	-2,003	-695	-191	671	1,361	6,912	847
短期借入金増減	0	0	0	-1	-23	3	-1	-3
配当金	-979	902	838	-11	-3	14	-7	108
その他財務キャッシュフロー	-2,118	-517	143	-264	1,291	566	343	-79
財務活動キャッシュフロー	-28	-1	13	86	-9	-58	-59	-8
為替換算差額	-333	342	405	-1,195	345	-10	321	-18
増減額	-203	141	545	-650	-306	-315	7	-112
期末キャッシュ残高	-126	-56	56	-219	-82	-15	-52	226
支払利息	-628	10	341	400	-164	175	-581	228
法人税等	-754	-46	397	181	-246	160	-633	454
計	-142	563	792	185	-65	103	-2,446	444
利払前営業キャッシュフロー								

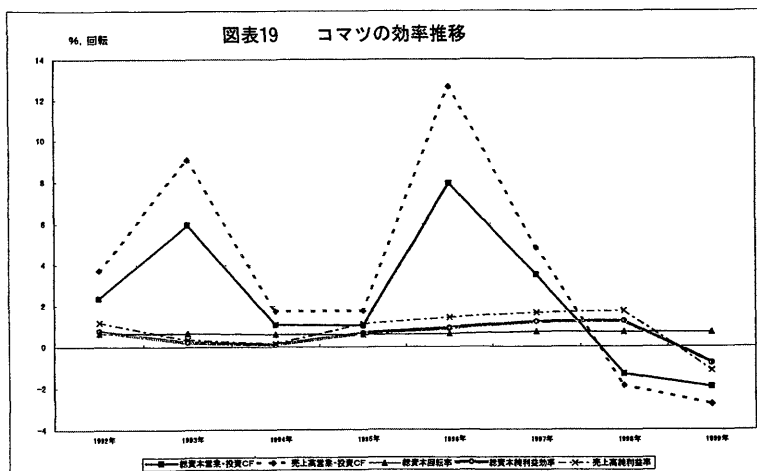
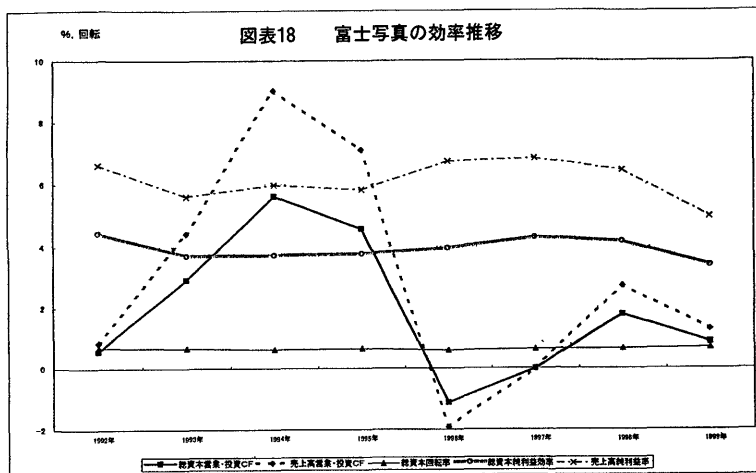
図表13 NEC キャッシュフロー等分析

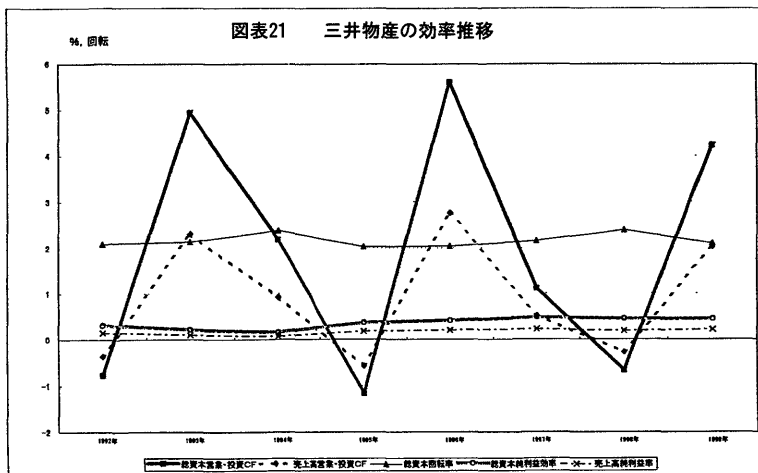
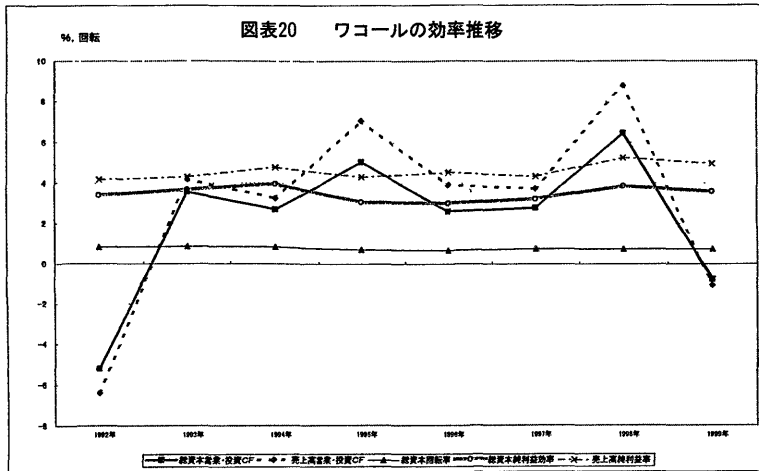
	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	平均
総資本営業・投資CF	-6,427	-2,041	0,121	0,713	-1,542	-3,457	-4,371	-4,294	-2,662
売上高営業・投資CF	-6,951	-2,310	0,137	0,785	-1,642	-3,353	-4,436	-4,490	-2,782
総資本回転率	0.925	0.883	0.886	0.908	0.939	1.031	0.985	0.956	0.939
総資本純利益効率	0.372	-1.134	0.163	0.850	1.646	1.907	0.830	-3.173	0.183
売上高純利益率	0.403	-1.283	0.184	0.937	1.753	1.849	0.843	-3.318	0.171
自己資本営業・投資CF	-29,865	-10,077	0,627	3,744	-8,216	-16,535	-20,304	-25,050	-13,210
流動負債営業CF	6,053	10,094	12,549	14,046	11,763	12,832	12,424	5,505	1,415
固定負債営業CF	10,679	13,928	19,221	21,844	21,142	21,898	20,422	5,930	2,221
CF増減・スラスト・レバレッジ・レシオ	2,866	3,102	3,945	4,559	6,224	6,932	7,269	3,589	4,811
営業CF配当比率	12,572	8,365	6,276	5,401	5,428	5,865	5,876	15,244	8,128
1株当たり営業CF	79,070	118,811	158,294	183,803	183,483	192,763	185,284	70,558	146,508
1株当たり営業・投資CF	-170,420	-52,747	3,181	19,144	-46,695	-105,962	-136,037	-131,344	-77,610
営業・投資CF株価	-5.627	-17.574	333.180	48.527	-26.555	-13.212	-9.850	-10.849	37.255

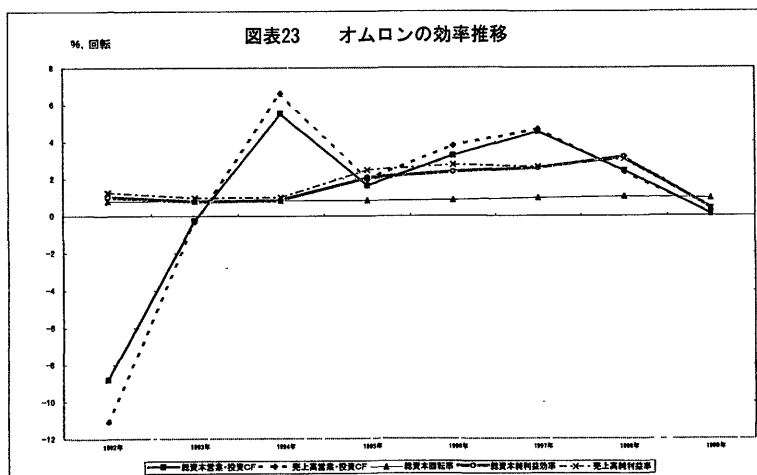
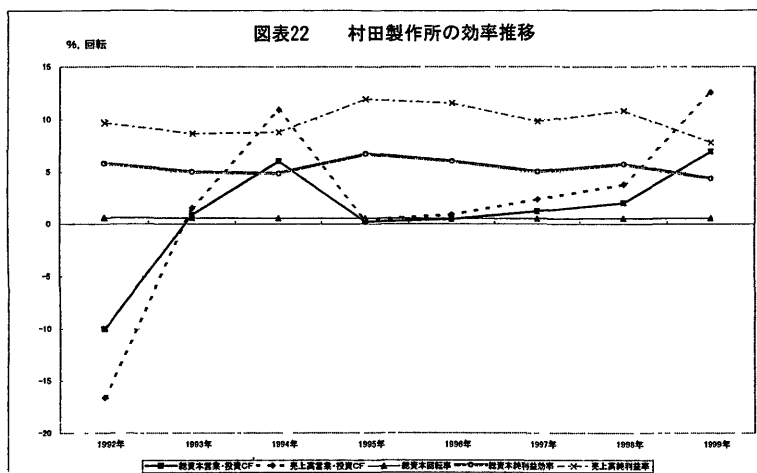
(単位:%, 倍率, 円)



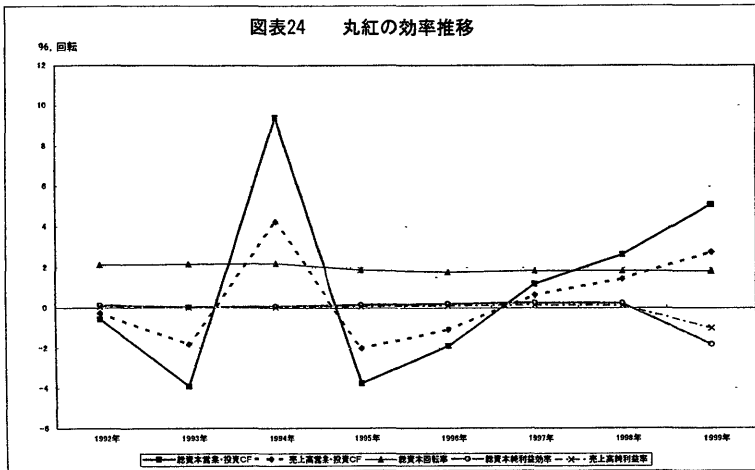




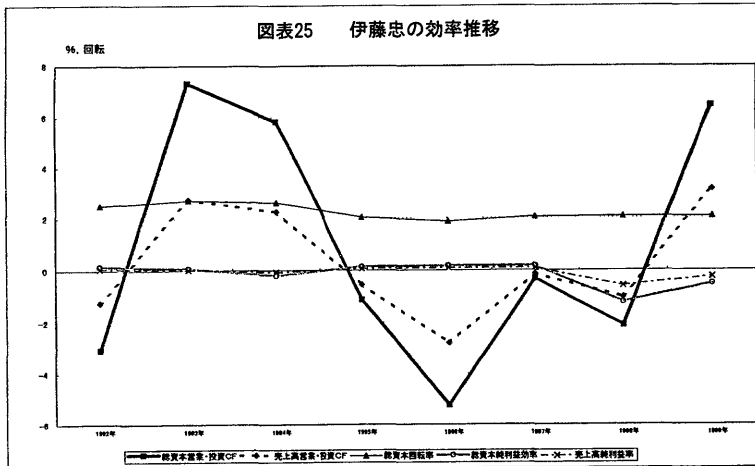


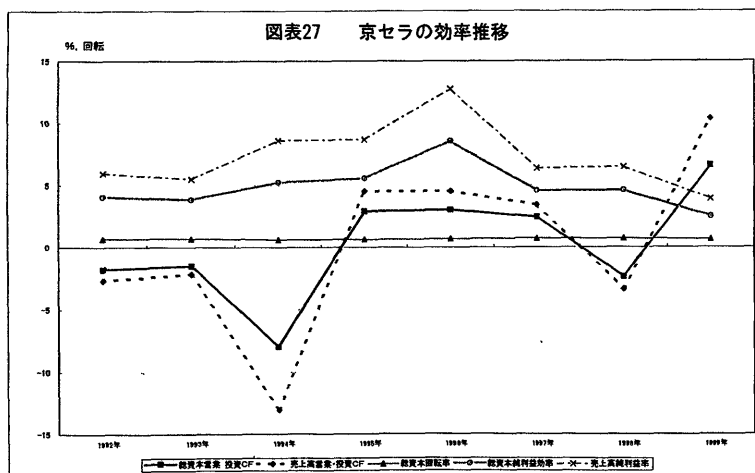
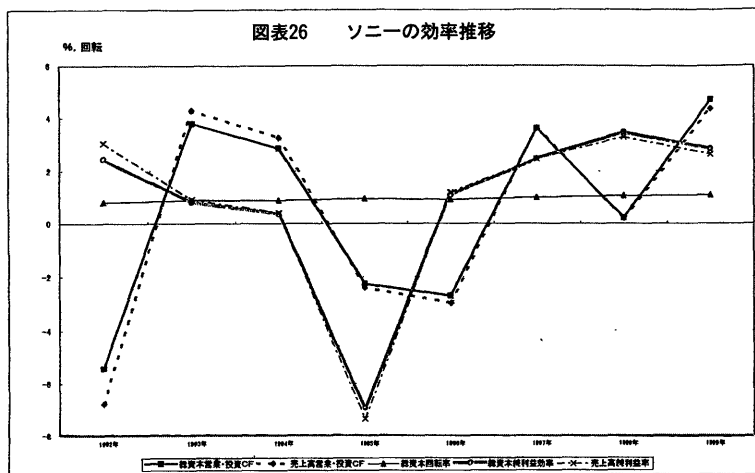


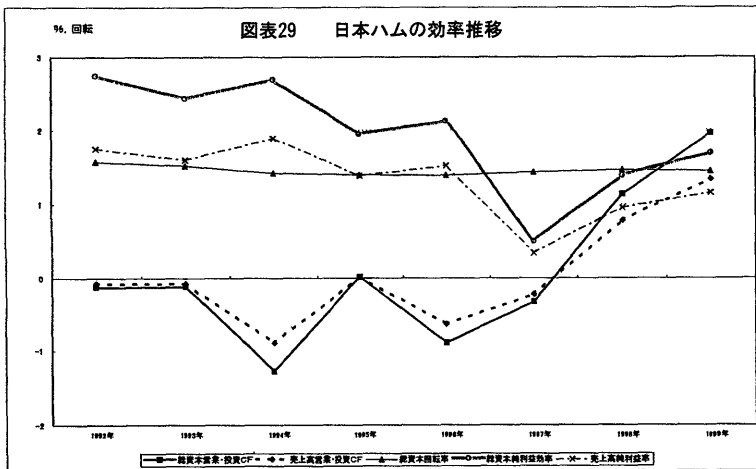
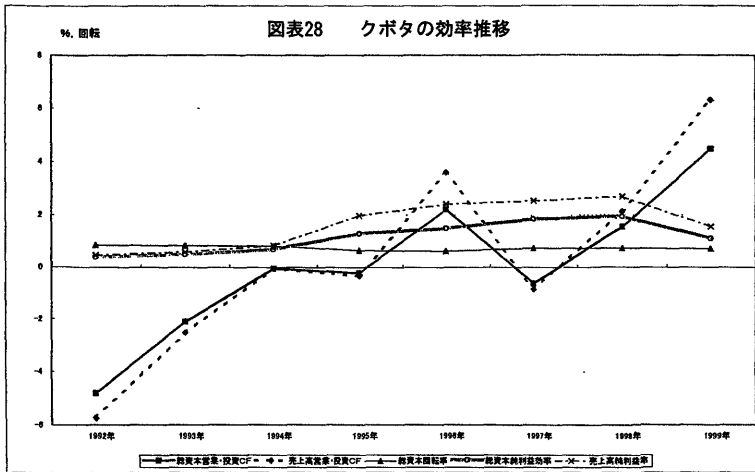
図表24 丸紅の効率推移

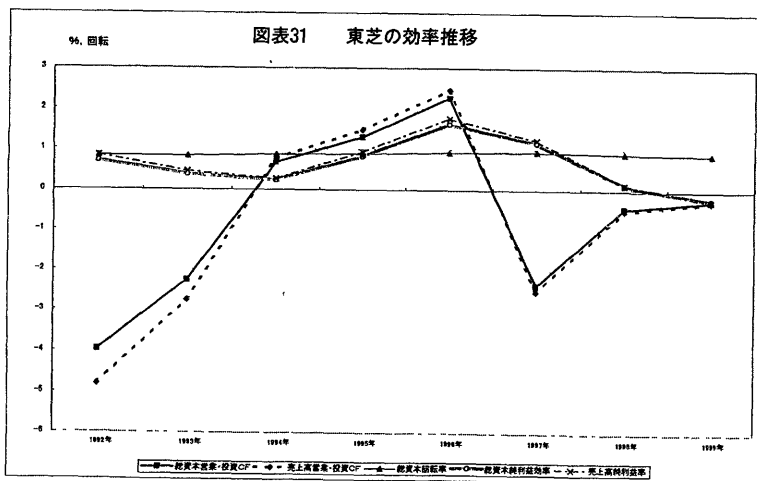
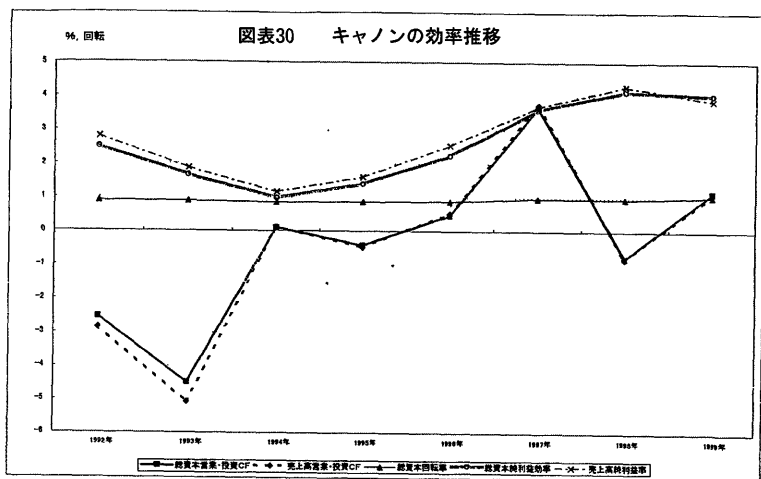


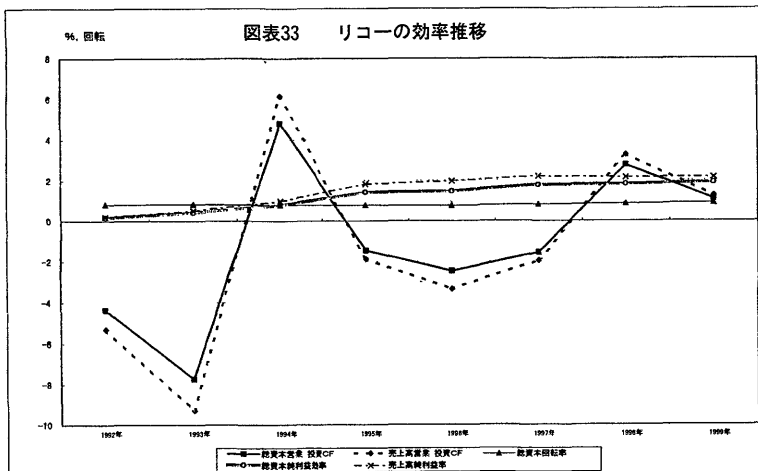
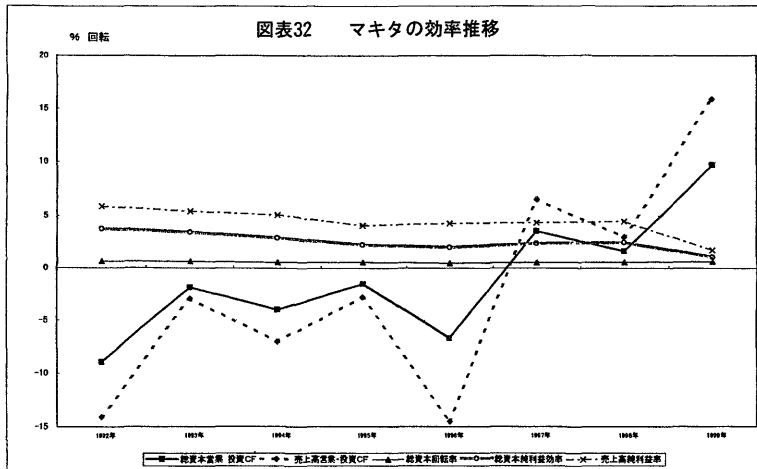
図表25 伊藤忠の効率推移

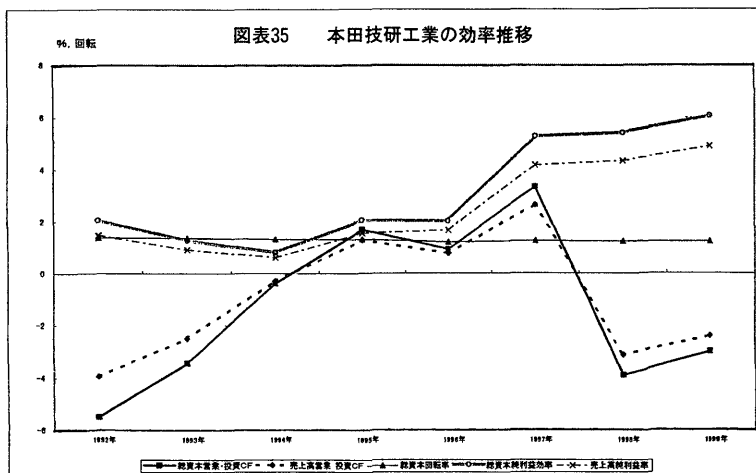
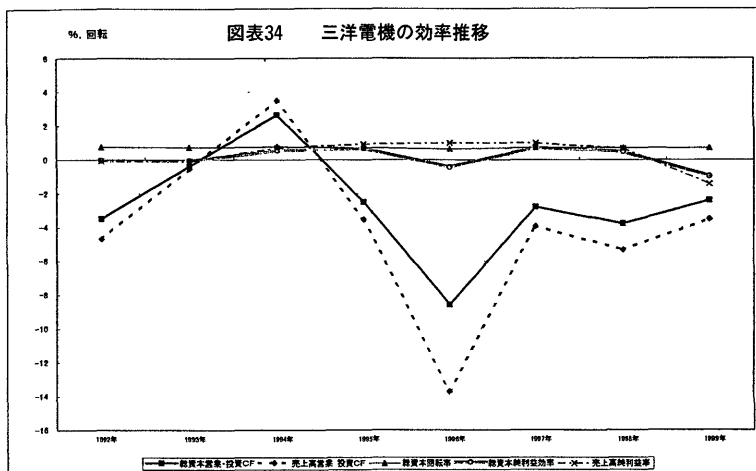


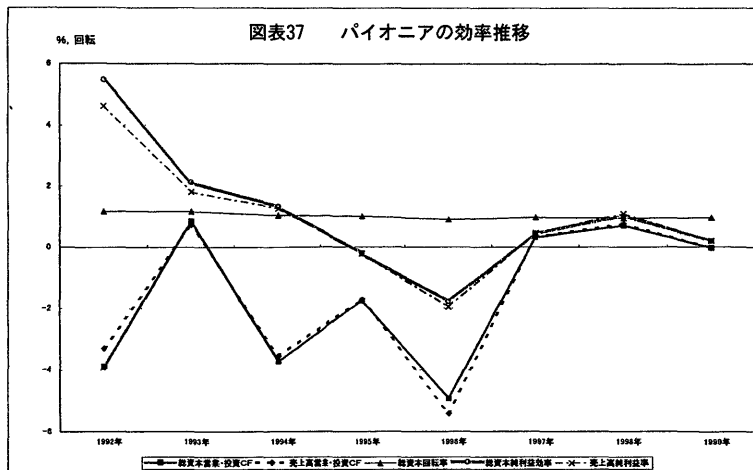
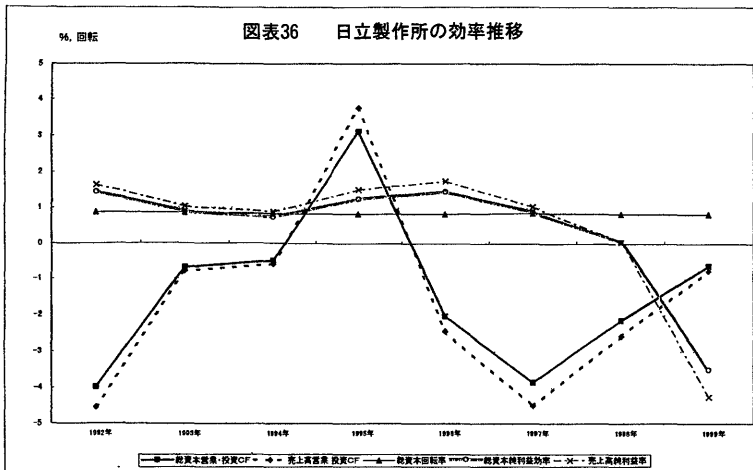


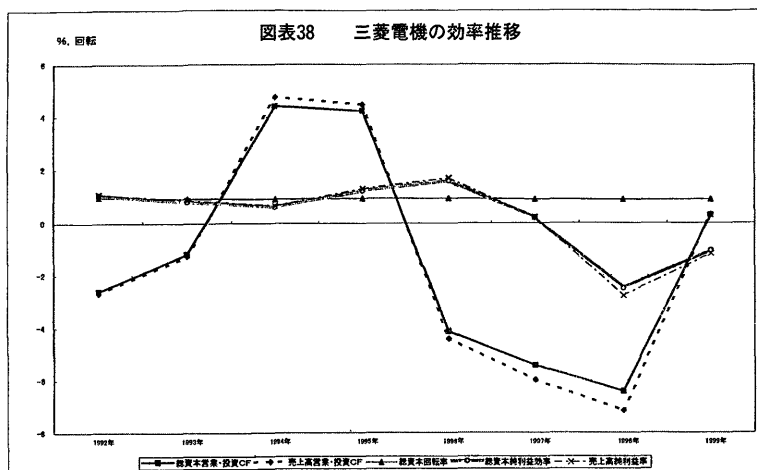












1998年決算データによる日米15社の比較によれば¹¹⁾、日本企業では、営業キャッシュフローの90%を設備投資に充てており、利益分配はごくわずか7%にすぎない。これは、事業効率の悪さと、投資の不効率によって、営業キャッシュフローのほとんどは設備投資に消えているからである。アメリカ企業では、営業キャッシュフローの48%を設備投資に充て、52%を利益分配に充てている。

4 その他分析例

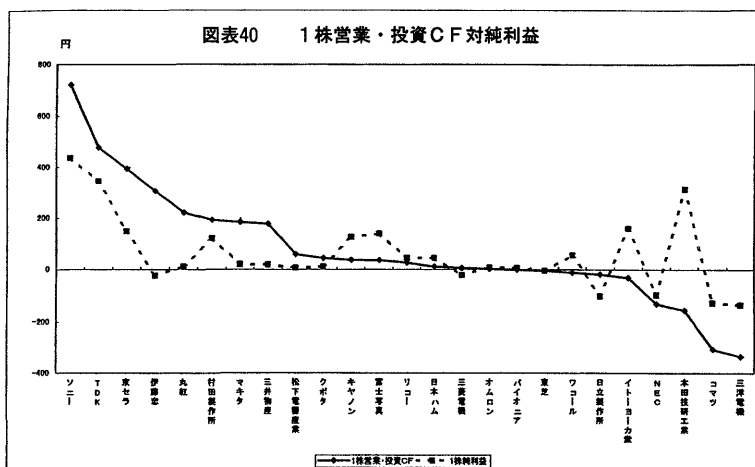
1999年度について、1株当たり各種キャッシュフロー、株価との対比等を算定した結果を、株価の高い順に図表39に要約した。株価に関しては、3月決算以外の場合でも、統一的に3月末日の終値を用いている。キヤノンは12月決算、イトーヨーカ堂は2月決算である。

1株当たりで比較すると¹²⁾、営業・投資キャッシュフローのほうが純利益よりも高いのは、ソニー、京セラ、伊藤忠、丸紅、マキタ、三井物産で

ある。反対に、1株当たり純利益が営業・投資キャッシュフローよりも高いのは、イトーヨーカ堂、本田技研工業、コマツ、三洋電機である。

図表39 1999年度1株当たりCF、CF株価

会社名	株価 (11/3末)	株数	時価総額	営業CF 株価	減価償却費 株価	営業CF 株価	投資CF 株価	営業・ 投資CF 株価	減価償却費 株価	営業CF 株価	投資CF 株価	営業・ 投資CF 株価	1株純利益
ソニー	10,950	4,1043	44,942	6,632	3,561	2,960	1,615.87	867.63	721.20	6.78	12.62	15.18	436.13
TDK	9,590	1,3318	12,772	1,263	754	635	948.34	566.15	476.80	10.11	16.94	20.11	345.40
イトーヨーカ堂	7,620	4,1567	31,674	1,843	884	-128	443.38	212.67	-30.79	17.19	35.83	-247.45	160.22
京セラ	6,380	1,9031	12,142	1,255	703	750	659.45	369.40	394.09	9.68	17.27	16.19	148.18
村田製作所	6,210	2,3985	14,895	318	-76	461	132.58	-31.69	192.20	46.84	-195.99	32.31	120.08
本田技研工業	5,350	9,7441	52,131	3,450	1,674	-1,512	354.06	171.80	-155.17	15.11	31.14	-34.48	313.01
富士写真 キヤノン	4,480	5,1462	23,055	1,571	509	181	305.27	98.91	35.17	14.68	45.30	127.37	138.94
松下電機産業	2,930	8,7030	25,500	2,465	848	313	283.24	97.44	35.97	10.35	30.07	81.47	125.82
パナソニック	2,310	20,6234	47,640	4,991	1,260	1,214	242.01	61.10	58.87	9.55	37.81	39.24	6.55
日本ハム	2,200	1,7957	3,951	379	58	-2	211.06	32.30	-1.11	10.42	68.11	-1,974.87	6.13
オムロン	1,672	2,2844	3,820	387	154	26	169.41	67.41	11.38	9.87	24.80	146.90	43.78
NEC	1,476	2,5710	3,795	295	-18	5	114.74	-7.00	1.95	12.86	-210.83	758.87	8.17
フコク	1,425	16,2702	23,185	1,148	-1,916	-2,137	70.56	-117.76	-131.34	20.20	-12.10	-10.85	-97.05
マキタ	1,369	1,5411	2,110	88	64	-18	57.10	41.53	-11.68	23.98	32.97	-117.21	54.51
リコー	1,237	6,9159	8,555	1,067	393	175	154.28	56.83	25.30	16.78	60.39	7.17	20.00
日立製作所	877	33,3789	29,273	3,888	-1,582	-617	116.48	-47.40	-18.49	7.53	-18.50	-47.44	-101.47
東芝	809	32,1899	25,042	2,649	-480	-151	82.29	-14.91	-4.69	9.83	-54.25	-172.46	-4.29
三井物産	801	15,8367	12,685	1,366	726	2,818	86.26	45.84	177.94	9.29	17.47	4.50	18.75
コマツ	609	0,9689	590	343	-210	-297	354.01	-216.74	-306.53	1.72	-2.81	-1.99	-126.95
三洋電機	415	1,9042	790	676	-353	-638	355.01	-185.38	-335.05	1.17	-2.24	-1.24	-135.49
三菱電機	396	21,4717	8,503	1,707	-599	126	79.50	-27.90	5.87	4.98	-14.20	67.49	-20.73
伊藤忠	315	14,0965	4,440	890	463	616	63.14	32.85	43.70	4.99	9.59	7.21	10.71
丸紅	225	14,9402	3,362	2,324	1,747	3,315	155.55	116.93	304.98	2.73	4.24	0.81	-23.85
平均	2,849	9,6052	16,344	1,696	377	509	288.89	90.80	75.87	11.44	-1.71	-49.33	60.09



IV 結びに代えて

2000年2月に、会社更生法の適用を申請した、衣料系スパーク長崎屋の事例を考えてみよう。負債総額は関連会社を合わせて3,800億円で、バブル期の不動産取得、多角化投資の失敗、本業の不振、強い衣料品に対する過信が変化への対応を遅らせた。直近9年間の有価証券報告書における資金収支の状況から、改訂新基準に対応させて、個別ベースでありキャッシュ概念も相違するが、キャッシュフロー計算書を作成して、構成割合(百分率)、期間増減額を算定して、資金状況を簡潔に検討してみよう。1992年10月、創業者(岩田)一族が総退陣し、リストラを実施したが、販売員減少により売上高がより一層減少してしまった。しかも不採算店閉鎖の遅れがあり、1993年2月期から業績が非常に悪化し、利益もキャッシュフローも共に連続してマイナスであつた。2000年2月期は営業赤字に転落する見通しであり¹³⁾、このように倒産の可能性は極めて高いと分析できる。

図表41 長崎屋 資金収支の状況

	1991/2	1992/2	1993/2	1994/2	1995/2	1996/2	1997/2	1998/2	1999/2	平均
営業収入	4,084	4,368	4,174	3,955	3,804	3,705	3,636	3,444	3,140	3,812
営業支出	3,918	4,209	4,079	3,929	3,808	3,629	3,506	3,406	3,094	3,731
営業収支	166	159	95	26	-4	76	130	38	46	81
営業外収入	40	54	26	27	35	38	23	17	22	31
営業外支出	95	119	102	89	193	124	90	58	57	103
法人税等支出	31	57	30	3	34	36	3	3	2	22
営業活動計	80	37	-11	-39	-196	-48	60	-6	9	-12
有形固定資産売却収入	34	94	57	34	549	12	48	66	194	121
有形固定資産取得支出	113	146	58	23	571	33	59	44	97	127
貸付け回収収入	21	34	40	19	78	211	105	8	1	57
貸付け支出	70	50	135	82	492	315	195	0	92	159
その他の収入	81	67	74	156	131	89	59	63	51	86
その他の支出	143	66	165	79	101	55	59	70	77	91
投資活動計	-190	-67	-187	25	-406	-91	-101	23	-20	-113
営業・投資活動計	-110	-30	-198	-14	-602	-137	-41	17	-11	-125
短期借入収入	52	0	165	2	10	51	22	76	365	83
短期借入返済支出	7	125	52	0	11	0	25	6	181	45
長期借入収入	284	288	25	274	748	391	349	360	256	331
長期借入返済支出	80	65	103	119	145	225	347	473	368	214
社債発行	102	75	50	0	0	0	0	0	0	25
社債償還支出	92	90	90	107	0	91	102	0	75	72
増資	5	19	0	0	0	0	0	0	0	3
その他の支出	0	0	0	0	10	15	0	0	0	3
配当支払額	16	16	14	7	0	0	0	0	0	6
財務活動計	248	86	-19	43	592	111	-103	-43	-3	101
増減額	133	54	-218	28	-7	-26	-144	-28	-17	-25
調整	-4	-8	-10	0	-1	-3	0	-1	-1	-3
期末残高	513	559	331	359	350	320	175	145	126	320
期首残高	384									

構成割合（百分率）

	1991/2	1992/2	1993/2	1994/2	1995/2	1996/2	1997/2	1998/2	1999/2	平均
営業収入	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
営業支出	95.935	96.360	97.724	99.343	100.105	97.949	96.425	98.897	98.535	97.867
営業収入	4.065	3.640	2.276	0.657	-0.105	2.051	3.575	1.103	1.465	2.133
営業外収入	0.979	1.236	0.623	0.683	0.920	1.026	0.633	0.494	0.701	0.822
営業外支出	2.326	2.724	2.444	2.250	5.074	3.347	2.475	1.684	1.815	2.702
法人税等支出	0.759	1.305	0.719	0.076	0.894	0.972	0.083	0.087	0	0.580
営業活動計	1.959	0.847	-0.264	-0.986	-5.152	-1.242	1.650	-0.174	0.287	-0.326
有形固定資産売却収入	0.833	2.152	1.366	0.860	14.432	0.324	1.320	1.916	6.178	3.171
有形固定資産取得支出	2.767	3.342	1.390	0.582	15.011	0.891	1.623	1.278	3.089	3.334
貸付け回収収入	0.514	0.778	0.958	0.480	2.050	5.895	2.888	0.232	0.032	1.507
貸付け支出	1.714	1.145	3.234	2.073	12.934	8.502	5.363	0	2.930	4.171
その他の収入	1.983	1.534	1.773	3.944	3.444	2.402	1.623	1.829	231.818	2.247
その他の支出	0	0	0	0	0.263	0.405	0	0	0	0.073
投資活動計	-4.652	-1.534	-4.480	0.632	-10.673	-2.456	-2.778	0.668	-0.637	-2.955
営業・投資活動計	-2.693	-0.687	-4.744	-0.354	-15.825	-3.898	-1.128	0.494	-0.350	-3.282
短期借入収入	1.273	0	3.953	0.051	0.263	1.377	0.605	2.207	11.624	2.166
短期借入返済支出	0.171	2.862	1.246	0	0.289	0	0.688	0.174	5.764	1.186
長期借入収入	6.954	6.593	0.599	6.928	19.664	10.553	9.598	10.453	8.153	8.671
長期借入返済支出	1.959	1.488	2.468	3.009	3.812	6.073	9.543	13.734	11.720	5.611
社債発行	2.498	1.717	1.198	0	0	0	0	0	0	0.662
社債償還支出	2.253	2.060	2.156	2.705	0	2.456	2.805	0	2.389	1.886
増資	0.122	0.435	0	0	0	0	0	0	0	0.070
その他の支出	0	0	0	0	0.263	0.405	0	0	0	0.332
配当支払額	0.392	0.366	0.335	0.177	0	0	0	0	0	0.154
財務活動計	6.072	1.969	-0.455	1.087	15.563	2.996	-2.833	-1.249	-0.096	2.958
増減額	3.257	1.236	-5.223	0.708	-0.184	-0.702	-3.960	-0.813	-0.541	-0.656
調整	-0.098	-0.183	-0.240	0	-0.026	-0.081	0	-0.029	-0.032	-0.082
期末残高	12.561	12.798	7.930	9.077	9.201	8.637	4.813	4.210	4.013	8.388
期首残高	9.403									

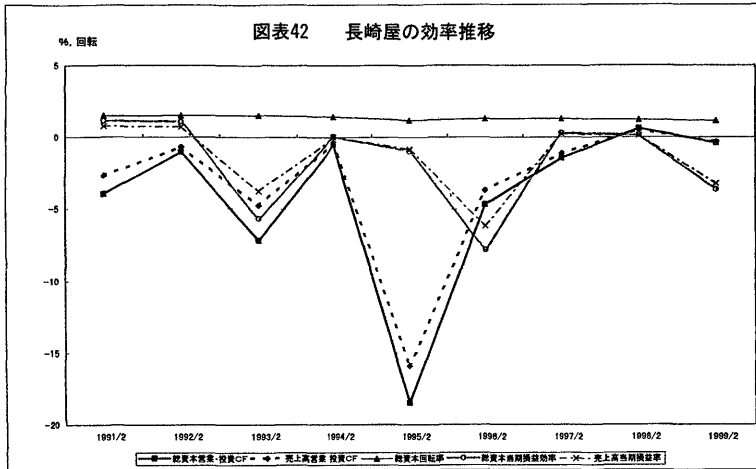
期間増減額

	1992/2	1993/2	1994/2	1995/2	1996/2	1997/2	1998/2	1999/2	平均
営業収入	284	-194	-219	-151	-99	-69	-192	-304	-118
営業支出	291	-130	-150	-121	-179	-123	-100	-312	-103
営業収支	-7	-64	-69	-30	80	54	-92	8	-15
営業外収入	14	-28	1	8	3	-15	-6	5	-2
営業外支出	24	-17	-13	104	-69	-34	-32	-1	-5
法人税等支出	26	-27	-27	31	2	-33	0	-1	-4
営業活動計	-43	-48	-28	-157	150	106	-66	15	-9
有形固定資産売却収入	60	-37	-23	515	-537	36	18	128	20
有形固定資産取得支出	33	-88	-35	548	-538	26	-15	53	-2
貸付け回収収入	13	6	-21	59	133	-106	-97	-7	-3
貸付け支出	-20	85	-53	410	-177	-120	-195	92	3
その他の収入	-14	7	82	-25	-42	-30	4	-12	-4
その他の支出	-77	99	-86	22	-46	4	11	7	-8
投資活動計	123	-120	212	-431	315	-10	124	-43	21
営業・投資活動計	80	-168	184	-588	465	96	58	-28	12
短期借入収入	-52	165	-163	8	41	-29	54	289	39
短期借入返済支出	118	-73	-52	11	-11	25	-19	175	22
長期借入収入	4	-263	249	474	-357	-42	11	-104	-4
長期借入返済支出	-15	38	16	26	80	122	126	-105	36
社債発行	-27	-25	-50	0	0	0	0	0	-13
社債償還支出	-2	0	17	-107	91	11	-102	75	-2
増資	14	-19	0	0	0	0	0	0	-1
その他の支出	0	0	0	10	5	-15	0	0	0
配当支払額	0	-2	-7	-7	0	0	0	0	-2
財務活動計	-162	-105	62	549	-481	-214	60	40	-31
増減額	79	133	-79	-272	246	-35	-19	-118	11
調整	4	-4	-4	-2	10	-1	-2	3	0
期末残高	-46	513	46	-228	28	-9	-30	-145	-19

損益等関連データ

	1991/2	1992/2	1993/2	1994/2	1995/2	1996/2	1997/2	1998/2	1999/2	平均
売上高	4,091	4,374	4,145	3,944	3,787	3,704	3,637	3,441	3,144	3,353
経常損益	39	41	-5	-27	-12	3	8	-25	1	-2
当期損益	31	31	-156	1	-32	-228	8	4	-101	-53
総資産(総資本)	2,775	2,895	2,747	2,769	3,254	2,920	2,863	2,853	2,782	2,595
純資産(自己資本)	647	681	510	504	471	243	251	256	155	341

(単位:億円)



現在、公開されている統計資料はまだあまりないが、2000年3月期からキャッシュフロー計算書が開示されに従って、徐々に公表され、数年後にはより充実した内容となっていくであろうと期待している。これにより、キャッシュフロー分析がより詳しく展開され、徐々に整備されていく。

キャッシュフロー計算書の分析だけでは、かなり誤った評価となってしまう恐れがある。すなわち、損益計算書、貸借対照表を同時に利用しながら、総合的な分析をしなければ、企業の真の実態は把握できないことは明確となった。

キャッシュフローの分析を一般化した理論を構築することは、かなり困難であり、最終的には各個別企業ごとに個別に評価すべきであろう。いずれにしろ、外部分析では将来のキャッシュフロー創造能力を評価するのは、極めて困難と思える。過去情報による分析の限界でもある。

経営戦略がキャッシュフローにどう反映されているのかも、未解決な難問である。例えば、積極的な買収戦略を展開している場合には、その内容

が内訳明細として投資キャッシュフロー区分に表示されていれば¹⁴⁾、その実態は明確となる。一般的には、非常に大雑把な戦略方向だけしか把握できないし、戦略遂行結果の評価も困難であり、全体的な総合評価しかできないのではないか。これらは外部分析では無理であり、内部分析として実施しなければならない課題であろう。

注

- 1) 拙稿「キャッシュフロー戦略・計画・予算システム」『白鷗大学論集』第14巻第2号、2000年3月、101-148頁参照。
- 2) 拙著『現代企業の戦略・計画・予算システム』白桃書房、2000年参照。
- 3) 効率分析に関しては、拙著『新增補改訂 経営資源の測定と分析』創成社、1994年参照。
- 4) 設備が古くなっている場合には、減価償却費だけでは現状を維持するには不十分と考えられる。この場合には、減価償却費プラスアルファ（例えば減価償却費の10-50%、総資本の2-5%）として算定すること等も考えられる。
- 5) 資金化の程度を分析するために、次の指標も考えられている。

$$\text{自由資金比率} = \frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{自己資本増加額} (= \text{資本金増加額} + \text{剰余金増加額})}$$

フリーキャッシュフローが自己資本増加額に占める割合を意味している。増えた利益のなかに自由に使えるキャッシュが、どれくらいあるかがわかり、これにより、資金体質を把握する。すなわち、利益がキャッシュとして残っているかを検討する指標である。

天野 隆著『キャッシュフロー計算書が面白いほどわかる本』中経出版、1999年、128-139頁参照。
- 6) 配当金支払額を控除した配当控除後営業キャッシュフローを用いて算定する見解もある。配当金の支払は、最優先しその残りで債務の支払に充てるべきと考える。配当控除後営業キャッシュフローを留保キャッシュフローと呼ぶこともある。
- 7) 負債は利子支払の観点から、有利子負債と無利子負債とに分けられる。

$$\text{負債} = \text{有利子負債} + \text{無利子負債}$$

長期の有利子負債の典型的なものとしては、社債と長期借入金が該当する。
- 8) 長期債務とは、長期借入金、社債、転換社債、新株引受権付社債等が該当する。キャッシュフロー計算書において、社債を独立表示し、それ以外を長期債務として表示している松下電器産業等の例もある。この場合には、正確に表現すれば、「社債を除いた長期債務」ということになる。
- 9) F A S B, Statement of Financial Accounting Standards, No.95, "Statement of Cash Flows," F A S B, November 1987, para.33.
- 10) 1年間のキャッシュフロー効率は、非常に変動的であり、短期的経営成果としては問題を残しているから、長期間の平均効率を用いることにする。
- 11) 日本経済新聞、2000年1月19日付参照。
- 12) 1999年度の1株当たり営業・投資キャッシュフロー・純利益と、総資本営業・投資キャッシュフロー・純利益効率とは、かなり相違している。
- 13) 「長崎屋を追い込んだ20年前の経営ミス」『日経ビジネス』日経B P社、2000年2月21日号、8-9頁参照。

14) 例えばソフトバンクの事例が参考となろう。

主要参考文献

青柳文司『会計物語と時間』多賀出版、1998年。

赤岩 茂『キャッシュフロー経営分析がスラスラできる本』中経出版、2000年。

アーサーアンダーセン『株主価値重視の企業戦略』東洋経済新報社、1999年。

アーサーアンダーセン ビジネス コンサルティング『ナレッジマネジメント』東洋経済新報社、1999年。

天野 隆『キャッシュフロー計算書が面白いほどわかる本』中経出版、1999年。

井口義久『経営分析 残余利潤と企業評価』税務経理協会、2000年。

井手正介『株主価値経営 成功の条件』東洋経済新報社、1999年。

伊藤和憲他『キャッシュ・フロー管理会計』中央経済社、1999年。

伊藤邦雄編著『企業価値を経営する』東洋経済新報社、1999年。

岩崎 彰『キャッシュフロー計算書の見方・作り方』日本経済新聞社、1999年。

宇角英樹『よくわかる「キャッシュ・フロー」経営』中央経済社、1998年。

——『超入門キャッシュフロー経営の実務』オーエス出版社、1999年。

海老澤栄一他『智恵が出る組織 — 創造性創出のプロセス』同友館、1999年。

太田 肇『「個性」を活かせる組織』日本経済新聞社、2000年。

大濱 裕『キャッシュフロー戦略入門』エクスメディア、2000年。

小田正佳『キャッシュフローの卵』税務経理協会、1999年。

海生裕明『キャッシュフロー経営に転換できる会社できない会社』明日香出版社、1999年。

鎌田信夫『キャッシュ・フロー会計』税務経理協会、1999年。

鎌田信夫編著『現金収支計算書の制度化についての研究』1996年日本会計研究学会スタディ・グループ報告。

河本泰行『キャッシュフロー計算書重視の経営』明日香出版社、1999年。

監査法人トーマツ編『キャッシュ・フロー計算書—作成実務と経営管理』清文社、1999年。

菊池誠一『連結経営におけるキャッシュフロー計算書』中央経済社、1998年。

菊池正俊『企業価値評価革命』東洋経済新報社、1999年。

久保豊子『図解 わかる！キャッシュフロー』ダイヤモンド社、2000年。

金児 昭編『キャッシュフロー経営が一番よくわかる本』あさ出版社、1999年。

小宮一慶『図解 キャッシュフロー経営』東洋経済新報社、1998年。

榊 俊作・神林秀明『企業価値創造マネジメント』中央経済社、1999年。

櫻井通晴・佐藤倫正編著『キャッシュフロー経営と会計』中央経済社、1999年。

佐藤尚弘『中小企業こそキャッシュフロー経営で儲ける』エール出版社、1999年。

佐藤倫正『資金会計論』白桃書房、1993年。

佐藤宗弥『資金フローと会計フロー』日本経済評論社、1980年。

佐藤 靖・佐藤清和『キャッシュ・フロー情報』同文館、2000年。

- 澤 昭人・濱本 明『図解キャッシュフロー早わかり』中経出版、1999年。
- 島田勝弘・奥井英作『会社を強くする「資金会計理論」』プレジデント社、1999年。
- 染谷恭次郎『キャッシュ・フロー会計論』中央経済社、1999年。
- 高田正淳監修『キャッシュ・フロー計算書の作り方・読み方』東京教育情報センター、1999年。
- 竹内弘高『ベスト・プラクティス革命』ダイヤモンド社、1994年。
- 田中茂次『キャッシュ・フロー計算書』中央経済社、1999年。
- 田宮治雄『キャッシュ・フロー計算書』中央経済社、1999年。
- 電機連合総合研究センター編者『良い会社 悪い会社』東洋経済新報社、1999年。
- 友田和彦『キャッシュ・フロー計算書の理論と作成実務』財経詳報社、1998年。
- 中沢昌彦『15の創造力』サンマーク出版、2000年。
- 中沢 恵・池田和明『キャッシュフロー経営入門』日本経済新聞社、1998年。
- 西浦道明『大きくしないで「強い会社」をつくる』かんき出版、1998年。
- 日本能率協会『キャッシュフロー経営がわかる本』日本能率協会マネジメントセンター、1998年。
- 萩原壽治『図解 見てわかるキャッシュ・フロー』池田書店、2000年。
- 花岡章子『キャッシュフロー計算書から読み解く経営分析』かんき出版、1999年。
- 榛沢明浩『知的資本とキャッシュフロー経営』生産性出版、1999年。
- 平松一夫他編著『連結会計情報の分析と応用』東京経済情報出版、1998年。
- 牧浦健二『ドイツ資金計画論』森山書店、1997年。
- 松原恭司郎『バランス・スコアカード経営』日刊工業新聞社、2000年。
- 村井 敏『実践 キャッシュ・フロー経営』日刊工業新聞社、1999年。
- 村田宏彰『キャッシュに強い会社をつくる』ばる出版、1999年。
- 森田松太郎『経営分析のエッセンス』中央経済社、1997年。
- 吉田 充『キャッシュフロー・経営分析が3時間でできる』明日香出版社、1999年。
- アメリカ会計協会編、染谷恭次郎監訳『経営管理のためのキャッシュ・フローの分析』日本生産性本部、1963年。
- アメリカ公認会計士協会、染谷恭次郎監訳『キャッシュフロー分析と資金計算書』中央経済社、1963年。
- ウィリアム・シャーデン、森 孝恵訳『予測ビジネスで儲ける人びと』ダイヤモンド社、1999年。
- シャノン P. プラット、菊地正俊訳『資本コストを活かす経営』東洋経済新報社、1999年。
- スマントラ・ゴシヤール他、グロービス・マネジメント・インスティテュート訳『個を活かす企業』ダイヤモンド社、1999年。
- ハーマン・サイモン、広村俊悟監修『隠れたコンピタンス経営』トッパン、1998年。
- トーマス T. リース、鎌田信夫他訳『現金収支会計』創成社、1989年。
- J. ドノバン他、デロイド・トーマツ・コンサルティング戦略事業部訳『価値創造企業』日本経済新聞社、1999年。

- パレブ K. G. 他、斎藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会、1999年。
- リーフ・エドビソン、マイケル S. マローン、高橋 透訳『インテレクチュアル・キャピタル』日本能率協会マネジメントセンター、1999年。
- ロイド C. ヒース、鎌田信夫・藤田幸男共訳『財務報告と支払能力の評価』国元書房、1982年。
- ロバート K. ジュディキ&ロバート T. スプラウス、古川栄一監訳『利益と資金の会計』東洋経済新報社、1968年。
- Driscoll, M. C. , *Cash Management*, John Wiley & Sons, 1983.
- Ehrbar, Al, *EVA*, John Wiley & Sons, 1998. 河田 剛訳『富を創造するEVA経営』東洋経済新報社、1999年。
- Madden, Bartley J. , *CFROI Valuation*, Butterworth Heinemann, 1999.
- Olve, Nils - Göran, etc. *Performance Drivers*, John Wiley & Sons, 1999. 吉川武男訳『戦略的バランス・スコアカード』生産性出版、2000年。
- Plewa, F. J. Jr. & G. T. Triedlob, *Understanding Cash Flow*, John Wiley & Sons, 1995.
- Rappaport, Alfred, *Creating Shareholder Value*, Free Press, 1986. 岡野光喜監訳『株式公開と経営戦略』東洋経済新報社、1989年。
- Scott, Mark C. , *Value Drivers*, John Wiley & Sons, 1998.
- Toncre, Emery, *Maximizing Cash Flow*, John Wiley & Sons, 1986.
- Carslaw, C. A. & J. R. Mills, “Developing Ratios For Effective Cash Flow Statement Analysis” *Journal of Accountancy*, November 1991. 63—70.
- Mills, J. R. & J. H. Yamamura, “The Power of Cash Flow Ratios”, *Journal of Accountancy*, October 1998. 53—61.

2000年 6 月13日

(本学経営学部教授)